银行

蚂蚁集团：我们如何看待各项业务的发展空间？

蚂蚁集团的背后逻辑：流量+生态+科技。1）我国互联网金融中最大的流量平台。2020H 用户数超 10 亿（其中 MAU 高达 7.1 亿），商家数超 8000 万，金融机构合作伙伴超 2000 家；2）背靠阿里集团，最大的互联网消费+金融生态圈仍在快速拓展。阿里集团 2019 年 GMV 超过 7 万亿人民币，仅天猫在线上零售市场占有率已达 50%，阿里系具有绝对统治地位。支付宝已成长为集团流量核心账户+服务的平台入口，到 2020H 已涵盖超过 1000 种服务及超过两百万个小程序。生态圈的扩大加强了与客户的绑定以及客户价值的挖掘，支付宝使用 3 种、5 种以上产品的客户占比分别从 2018 年的 70%、30%提升至 2019 年的 80%、40%，按 MAU 作为分母测算的 ARPU 从 2017 年的 131 元逐步提升至 2020H 的 204 元（年化），未来仍将不断提升。3）基于“BASIC”的核心技术框架，持续提升科技实力，加速合作伙伴与场景的拓展、流量与场景的绑定，实现科技赋能、科技输出，拓展伙伴的良性循环。

三大核心业务均处于快速发展期，但空间与定位不同。

1、数字支付与商家服务：低费率打造流量入口，夯实流量与生态。2018-2020H 增速分别为 23.6%、17.0%、13.1%，未来将保持“低费率+收入稳定增长”，主要基于：1）根据艾瑞咨询的数据，第三方支付业务增速最高时期（2014-2018 年）已过，未来将保持 15%左右的增速；2）“双寡头”格局基本稳定，财付通+支付宝市占率基本稳定在 90%以上，市占率提升空间有限；3）支付业务很难也没有必要成为“主要收入来源”，蚂蚁集团主要通过相对较低的交易费率（广义费率仅 0.05%，纯支付费率约 0.20%）的方式保持庞大的流量基础，为其他业务的开展打下坚实的基础。

2、三大数字金融科技平台：未来创收的“金矿”。

1）促成微贷业务：继续引领联合放贷市场的“东风”。基于场景、信用数据与科技优势，依托“花呗”、“借呗”等明星产品的影响力，蚂蚁集团与广大中小银行在“联合放贷”市场上合作空间较大，当前蚂蚁集团在线上小额贷款市场市占率已达 25.2%，根据 IPO 中奥纬咨询的测算，在线小额贷款市场未来 5 年均复合增速高达 34.2%。

2）促成理财业务：在线财富管理超市将迎来快速发展期。在余额宝的基础上，打造一站式、开放式财富管理超市。类似线下淘宝连接消费者与商户，蚂蚁财富连接金融机构、金融产品与投资者，并通过金融科技输出、赋能传统金融机构。蚂蚁集团在互联网财富管理市场的市占率有望不断提升，并且其中非货币基金类占比、技术输出收入占比有望逐步提升盈利能力更强。

3）促成保险业务：掀起互联网保险行业的新风向。我国保险深度较低，互联网保险市场正处于高速增长期，未来 5 年全行业在线保费规模增速高达 38.1%。相比微贷、理财业务，互联网保险业务竞争格局相对分散，财产保险市场中 CR4 不到 50%，并没有形成明显的巨头集中效应，这使得蚂蚁集团保险科技平台的作用得以最大限度的发挥，更容易获得大量的合作伙伴，未来将保持高增长。

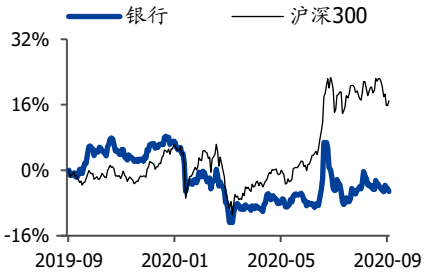
3、创新业务：开放+BASIC 战略强化科技赋能，打开未来技术输出的空间。目前在蚂蚁集团的营收中占比较小，2020H 收入仅 5.44 亿，占营收比重不足 1%，但预计随着 BASIC 为核心的技术优势不断输出，业务有望保持高增长。

行业竞争格局基本已定，毛利率+管理费率正趋于稳定。由于 18 年-19 年蚂蚁集团为抢占市场份额（尤其是为了稳固支付业务市场份额）进行了“价格战”，其毛利率从 64%下降至 50%，而在增加销售费用+加大研发投入的情况下营业利润率最低 2018 年仅 4.11%。但在主要市场份额已经较为稳定后，费用基本正常化，营业利润率已提升至 34.1%。

风险提示：平台用户与商家参与度下降、金融机构合作遇阻、平台网络效应不及预期、新冠疫情发展超预期、金融监管趋严超预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷
执业证书编号：S0680519040001
邮箱：matingting@gszq.com
分析师 陈功
执业证书编号：S0680520080001
邮箱：chenggong2@gszq.com
分析师 蒋江松媛
执业证书编号：S0680519090001
邮箱：jiangjiangsongyuan@gszq.com

相关研究

1、《银行：本周聚焦—8 月社融继续高增，京东数科 IPO 估值 2000 亿，保险资管产品细则发布》2020-09-13

2、《银行：本周聚焦：车险综合费改实施影响几何？》2020-09-06

3、《银行：本周聚焦：首家银行中报—江苏银行表现如何？7 月零售资产质量如何？》2020-08-16

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

一、蚂蚁集团：流量+生态+科技=Fintech 巨头 4
二、蚂蚁集团三大业务空间在哪里？ 7
1、数字支付与商家服务：蚂蚁集团生态的起点，低费率打造流量入口，夯实流量与生态。 7
1.1 支付宝在第三方支付的行业商业模式：做用户的核心"数字钱包" 8
1.2 支付业务的收入模式：交易规模×费率 10
1.3 蚂蚁集团支付业务收入保持平稳增长 12
2、数字金融科技平台业务：未来创收的"金矿" 13
2.1 促成信贷业务：引领联合放贷市场的"东风" 13
2.2 促成理财业务：财富管理超市将迎来快速发展期 19
2.3 促成保险业务：把握保险行业新风向 27
3、创新业务：BASIC 战略打开未来技术输出的空间 31
风险提示 33

图表目录

图表 1：支付宝 MAU、ARPU 增长趋势 4
图表 2：客户粘性增加，使用多种产品的客户占比不断提升 4
图表 3：阿里巴巴集团生态圈 5
图表 4：支付宝平台作为流量入口，提供的全方位服务 5
图表 5：蚂蚁集团销售费用率、管理费用率、研发费用率情况 6
图表 6：蚂蚁集团净利润与净利率走势 6
图表 7：蚂蚁集团利润表拆分（未特殊标注为百万元） 7
图表 8：支付宝作为账户方，资金来源包括五类 8
图表 9：第三方支付的主要产业链 8
图表 10：网络支付的主要流程示意图 9
图表 11：第三方支付综合交易规模 10
图表 12：第三方支付的四种支付模式的占比 10
图表 13：第三方移动支付市场份额（2020Q1） 10
图表 14：第三方移动支付市场份额趋势 10
图表 15：支付宝的主要收费规则 11
图表 16：中国数字支付交易规模 12
图表 17：蚂蚁集团数字支付与商家服务收入情况 12
图表 18：蚂蚁集团数字金融科技平台营业收入、促成业务规模、综合费率情况（亿元） 13
图表 19：花呗分期手续费率及测算对应年化利率 14
图表 20：蚂蚁借呗年化利率分布 14
图表 21：花呗--蚂蚁小微小贷公司营收、利润情况（亿元） 15
图表 22：借呗—蚂蚁商诚小贷公司营收、利润情况 （亿元） 15
图表 23：联合放贷的主要模式 16
图表 24：蚂蚁集团+网商银行小微金融服务平台流程 16
图表 25：网商银行的营业收入及利润（亿元） 17
图表 26：网商银行累计服务小微客户数及增速 17
图表 27：我国小额贷款市场规模增长趋势（万亿元） 18
图表 28：我国线上小额贷款市场规模及增长趋势（万亿元） 18

图表 29：蚂蚁集团微贷科技平台业务规模、费率 19
图表 30：蚂蚁集团促成信贷资产质量情况 19
图表 31：蚂蚁集团微贷科技平台收入情况（未特殊标注均为百万元） 19
图表 32：蚂蚁集团各类 AUM 产品规模测算（亿元） 20
图表 33：蚂蚁集团财富管理业务 AUM、收入拆分 21
图表 34：理财科技平台营业收入构成（亿元，测算） 22
图表 35：我国居民可投资资产、线上可投资资产规模增长趋势（万亿元） 22
图表 36：现金及存款占个人可投资资产的比例，中国 VS 美国（2019A） 23
图表 37：中国个人可投资资产的构成（2019 VS 2025） 23
图表 38：部分产品申购费率 23
图表 39：我国居民户均金融资产情况（万元，从高到低排序） 24
图表 40：招商银行客户、AUM 分布情况 25
图表 41：人均 AUM：支付宝 VS 招商银行（万元） 25
图表 42：30 岁以下基金投资者占比呈提升态势 25
图表 43：金融资产在 50 万以下的基金投资者占比在不断提升 25
图表 44：互联网平台的基金代销只数、合作基金公司家数（截止 2020.09） 26
图表 45：蚂蚁基金销售营业收入已超过天天基金 26
图表 46：蚂蚁集团数字金融科技平台收入情况（未特殊标注单位均为百万元） 27
图表 47：蚂蚁保险为客户提供多种类型产品 28
图表 48：蚂蚁保险为客户提供定制化产品 28
图表 49：国泰财险保费收入及同比增速情况（亿元） 29
图表 50：国泰财险净利润情况（百万元） 29
图表 51：相互宝累计参与人数情况（亿元） 29
图表 52：相互宝季度分摊金额情况（亿元） 29
图表 53：2019 年保险深度（保险规模占 GDP 比重）对比 30
图表 54：中国保险保费规模及线上保费规模预测（万亿） 30
图表 55：2020H 互联网财产保险市场份额（按保费规模统计情况） 30
图表 56：2019 年我国互联网人身保险业务市场份额 30
图表 57：蚂蚁集团保险科技平台收入情况（未特殊标注均为百万元） 31
图表 58：蚂蚁财富基于 BASIC 的开放战略 32

一、蚂蚁集团：流量+生态+科技=Fintech 巨头

蚂蚁集团作为我国当前最大的 Fintch 巨头，其背后的核心竞争力来源于：

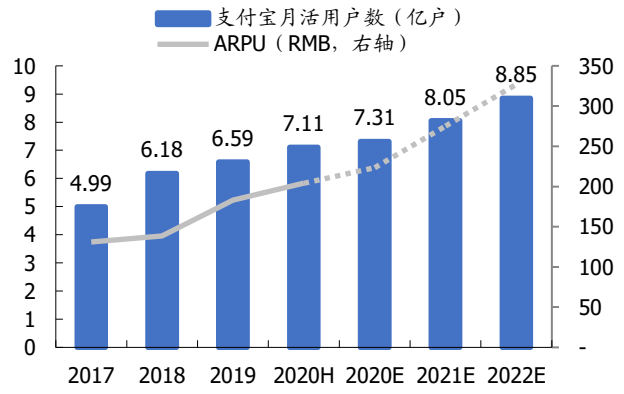
1）支付宝已经是我国互联网金融领域中最大的流量平台。2020H 支付宝 APP 服务超过 10 亿用户（其中月活跃客户数高达 7.1 亿）和超过 8000 万商家，及超过 2000 家金融机构合作伙伴。过去 12 个月期间，蚂蚁集团用户中超过 60%通过支付宝 APP 获得过生活服务。

2）背靠阿里集团，最大的互联网消费+金融生态圈已基本形成，且未来还将快速拓展。阿里集团 2019 年 GMV 超过 7 万亿人民币，根据网经社统计数据，仅天猫的市场占有率已超过 50%，阿里系具有绝对统治地位。阿里集团本身已积累了丰富的生态场景，从线上零售的淘宝与天猫，O2O 的盒马、饿了么与口碑，B2B 的 1688、数字媒体的优酷、虾米、阿里影业、到创新业务的高德地图、钉钉等等。支付宝务最早起步于阿里巴巴集团的交易平台，不断发展拓展至更多的外部场景，***逐步成长为流量核心账户+集团服务的平台入口***，到 2020H 支付宝 APP 已涵盖了超过 1000 种日常生活服务及超过两百万个小程序，包括出行、本地生活服务及便民服务等等。

生态圈的不断扩大加强了与客户的绑定以及客户价值的挖掘。支付宝使用 3 种、5 种以上产品的客户占比分别从 2018 年的 70%、30%提升至 2019 年的 80%、40%，按月活跃客户（MAU）做分母测算的 ARPU（每用户平均收入）从 2017 年的 131 元逐步提升至 2020H 的 204 元（年化），未来仍将不断提升。

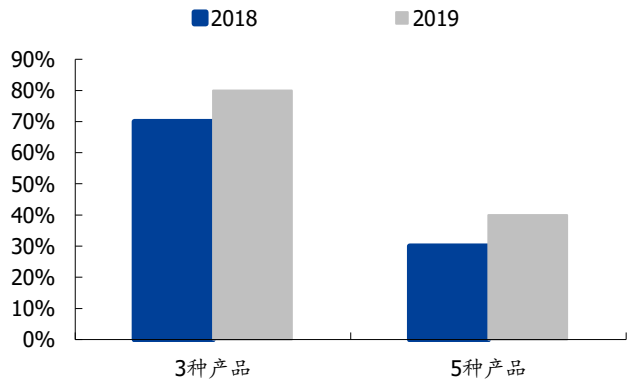
3)持续提升科技实力，加速合作伙伴与场景的拓展、流量与场景的绑定，实现科技赋能、科技输出。蚂蚁集团已建立了基于“BASIC”为基石的科技体系，在各项科技领域已经建立了领先优势。截至 7 月末，蚂蚁集团在全球四十个国家或地区拥有专利或专利申请，2.63 万项，其中 6382 项已经获得授权。区块链专利申请数和授权数全球第一，且已落地超过 50 个商业应用场景。金融科技是为蚂蚁集团各项业务赋能的关键，最重要的是，蚂蚁集团秉承技术开放、平台化的理念，各项技术全面开放，包括容灾系统在内的多项核心技术和解决方案，如金融安全、蚂蚁风险大脑、区块链等都将对合作伙伴开放。这一理念将进一步吸引金融机构、科技公司共同成长，开拓新的场景与生态圈，正向循环。

图表 1：支付宝 MAU、ARPU 增长趋势



资料来源：蚂蚁集团 IPO 文件，国盛证券研究所

图表 2：客户粘性增加，使用多种产品的客户占比不断提升



资料来源：蚂蚁集团 IPO 文件，国盛证券研究所

图表 3：阿里巴巴集团生态圈

资料来源：阿里巴巴官网，国盛证券研究所

图表 4：支付宝平台作为流量入口，提供的全方位服务

资料来源：蚂蚁集团 IPO 文件，国盛证券研究所

蚂蚁集团三大核心业务均处于快速发展期，但定位明显不同（具体商业模式、行业格局、盈利模式分析见第二章）：

1、数字支付与商家服务：低费率打造流量入口，夯实流量与生态。我们预计蚂蚁集团这一业务未来将保持“低费率+收入稳定增长”，主要基于：

1）从行业趋势来看，根据艾瑞咨询的统计数据，第三方支付业务增速最高的时期（2014-2018 年）已过，未来将保持 15%左右的增速；

2）从竞争格局来看，第三方支付行业“双寡头”格局基本稳定，2017 年以来腾讯财付通、阿里支付宝市占率基本稳定在 40%、55%左右；

3）支付业务是客户的基础需求，也是流量、客户、其他业务的起点，因此对蚂蚁集团而言，支付业务很难也没有必要成为“主要收入来源”，主要通过相对较低的费率（广义交易费率仅 0.05%，支付业务费率约 0.20%）的方式保持庞大的流量基础，为其他业务的开展打下坚实的基础。

2、三大数字金融科技平台：未来创收的“金矿”。我国互联网小额贷款、在线财富管理、互联网保险市场当前发展空间广阔，蚂蚁集团基于现有的流量、场景、技术优势，数字金融科技平台的收入有望迎来持续高增长。具体来说：

1）促成微贷业务：继续引领联合放贷市场的“东风”。基于自身消费场景、蚂蚁信用数据与科技优势，借助“花呗”、“借呗”、“网商贷”等明星产品的影响力，蚂蚁集团与广大中小银行在“联合放贷”市场上合作空间较大。当前蚂蚁集团在线上小额贷款市场市占率已达 25.2%，根据 IPO 中奥纬咨询的测算，在线小额贷款市场未来 5 年均复合增速高达 34.2%。

2）促成理财业务：在线财富管理超市将迎来快速发展期。在余额宝的基础上，蚂蚁集团致力于打造一站式、开放式财富管理超市。类似线下淘宝连接消费者与商户，蚂蚁财富连接金融机构、金融产品与投资者，并通过金融科技输出、赋能传统金融机构。根据奥纬咨询数据，由于蚂蚁集团在互联网财富管理市场的市占率有望不断提升，到 2022 年管理客户总资产有望达到 6.88 万亿，并且其中非货币基金类占比、技术输出收入占比有望逐步提升。

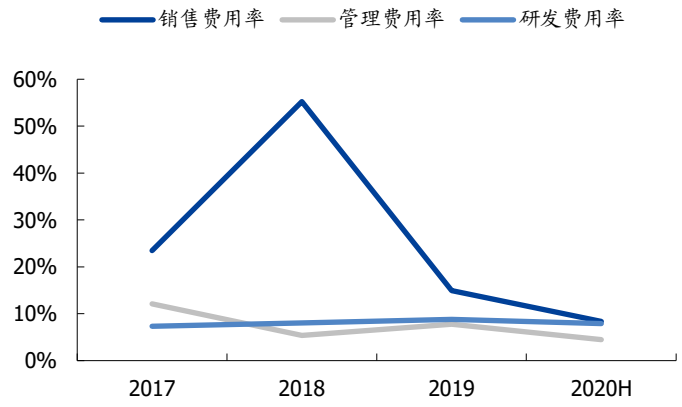
3）促成保险业务：掀起互联网保险行业的新风向。本身我国保险深度较低，互联网保险市场正处于高速增长期，蚂蚁集团引用奥纬咨询的测算，未来 5 年在线保费规模将迎来快速增长，年均复合增速将高达 38.1%。相比微贷、理财业务，互联网保险业务竞争格局相对分散，财产保险市场中 CR4 不到 50%，并没有形成明显的巨头集中效应，这使得

蚂蚁集团保险科技平台的作用得以最大限度的发挥，更容易获得大量的合作伙伴，我们预计蚂蚁集团保险科技平台所促成的保费及分摊规模在全市场的比重将不断提升，未来 3 年将保持高速增长。

3、创新业务：开放+BASIC 战略强化科技赋能，打开未来技术输出的空间。目前创新业务收入在蚂蚁集团的营收中占比较小，2020H 仅 5.44 亿，占营收比重不足 1%，但预计随着 BASIC 为核心的技术优势不断输出，业务收入有望保持高增长。

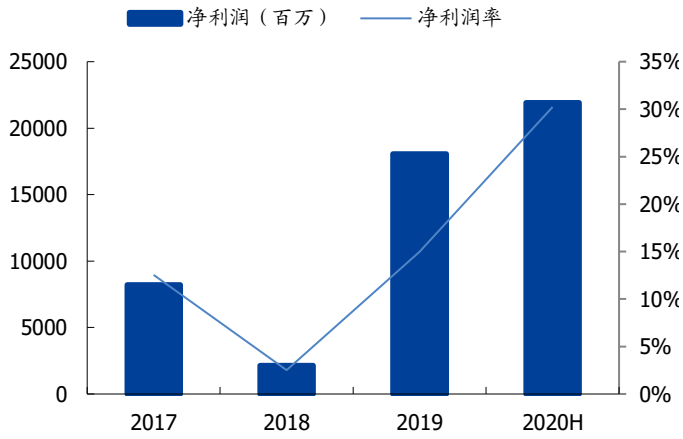
行业竞争格局基本已定，综合费率正趋于稳定。由于 18 年-19 年蚂蚁集团为抢占市场份额（尤其是为了稳固支付业务市场份额）进行了“价格战”，其毛利率从 64%下降至 50%，而在增加销售费用+加大研发投入的情况下营业利润率最低 2018 年仅 4.11%。但在主要市场份额已经较为稳定后，费用基本正常化，营业利润率已提升至 34.1%。

图表 5：蚂蚁集团销售费用率、管理费用率、研发费用率情况



资料来源：国盛证券研究所

图表 6：蚂蚁集团净利润与净利率走势



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

图表 7：蚂蚁集团利润表拆分（未特殊标注为百万元）

	2017	2018	2019	2020H
数字支付与商家服务收入	**35,890**	**44,361**	**51,905**	**26,011**
YoY		23.60%	17.01%	13.12%
总交易支付规模（万亿）	**68.5**	**90.8**	**111.1**	**62.45**
YoY		33%	22%	
综合费率	***0.052%***	***0.049%***	***0.047%***	***0.042%***
数字金融科技平台收入	**28,993**	**40,616**	**67,784**	**45,972**
YoY		40%	67%	57%
微贷科技平台收入	**16,187**	**22,421**	**41,885**	**28,586**
YoY		39%	87%	59%
微贷-信贷余额（万亿）	0.65	1.05	2.01	2.15
综合费率	***2.50%***	***2.14%***	***2.08%***	***2.65%***
理财科技平台收入	**10,490**	**13,882**	**16,952**	**11,283**
YoY		32%	22%	56%
总 AUM（亿元）	**22,267**	**27,093**	**33,981**	**40,986**
综合服务费率	***0.65%***	***0.56%***	***0.56%***	***0.60%***
保险科技平台收入	**2,315**	**4,313**	**8,947**	**6,104**
YoY		86%	107%	47%
保费及分摊金额（亿元）	92	145	375	286
综合费率	***25.2%***	***29.7%***	***23.9%***	***21.3%***
创新业务及其他	**514**	**745**	**930**	**544**
YoY		45%	25%	113%
营业收入合计	**65,397**	**85,722**	**120,619**	**72,527**
YoY		31%	41%	38%
毛利率	64%	52%	50%	59%
毛利	41671	44813	60103	42486
营业利润率	16.98%	4.11%	18.57%	34.11%
营业利润	**11101**	**3526**	**22401**	**24739**
YoY		-68%	535%	507%
实际税率	25.05%	30.76%	14.16%	10.22%
净利润	8,205	2,156	18,072	21,923
少数股东损益占比	18.03%	223.24%	6.58%	3.24%
归母净利润	**6,951**	**667**	**16,957**	**21,234**
YoY		-90%	2442%	1460%

资料来源：Wind 资讯，艾瑞资讯，奥纬咨询，蚂蚁集团 IPO 文件，国盛证券研究所测算

二、蚂蚁集团三大业务空间在哪里？

1、数字支付与商家服务：蚂蚁集团生态的起点，低费率打造流量入口，夯

实流量与生态。

以支付宝为载体的第三方支付是蚂蚁集团生态的起点，也是蚂蚁集团业务的基础。2003 年支付宝在淘宝网首次上线，最早向淘宝提供担保交易服务，以解决淘宝的信用支付瓶颈。2004 年支付宝开始独立运营，从淘宝的支付工具转型为支付服务商，再成长为集团数字金融服务和数字生活服务的入口。截止 20 年 6 月末，支付宝 APP 已服务超过 10 亿用户和超过 8,000 万商家。数字支付、数字金融和数字生活服务构成的全方位服务平台统称为公司的支付宝平台。

1.1 支付宝在第三方支付的行业商业模式：做用户的核心“数字钱包”

一般来说，传统的支付业务主要直接通过货币、或银行账户直连的方式进行交易，随着非现金支付、电子支付的兴起，“第三方”随之诞生。第三方支付机构参与到支付流程中，提供资金结算、信息清算等服务，并从交易中收取服务费用。

第三方支付的支付中的主要参与机构分为三类：

1）账户方：最早是银行卡账户，后随着互联网金融的发展延伸到 C 端用户的“数字钱包”或 B 端的收款账户。

支付宝、微信等在第三方支付中的起点就是担任了账户方的作用。依托支付宝庞大的客户基础（10 亿用户）、商户基础（超过 8000 万商家）、金融机构伙伴（超过 2000 家），支付宝已不单纯是一个“数字钱包”，而逐步转变为全方位数字支付及数字金融服务平台，消费者可通过支付宝 APP 享受超过 1000 种日常生活服务及超过两百万个小程序（包括出行、本地生活服务及便民服务）。用户使用支付宝进行交易消费的资金来源也得到了极大的丰富，从最开始的电子钱包账户余额，扩充到借记卡和信用卡账户、余额宝及花呗这五类资金来源（当然通过支付宝使用借记卡、信用卡交易时，支付宝需付给特定银行的手续费）。

图表 8：支付宝作为账户方，资金来源包括五类

资料来源：蚂蚁集团 IPO 文件，国盛证券研究所

图表 9：第三方支付的主要产业链

资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

2）收单方：面向 B 端商户提供代收款服务，主要通过 POS 机刷卡、云闪付、扫码支付等方式读取交易数据、提供授权、进行账单结算，独立收单机构的代表企业包括拉卡拉、汇付天下等。

3）清算方：各账户方、收单方的中介，负责支付指令的接发、交易对账、资金清算等，目前国内清算机构为银联（未上市）和网联（未上市），分别负责银行跨行交易清算、非银机构网络支付清算的职能，其他市场主体暂无法参与。

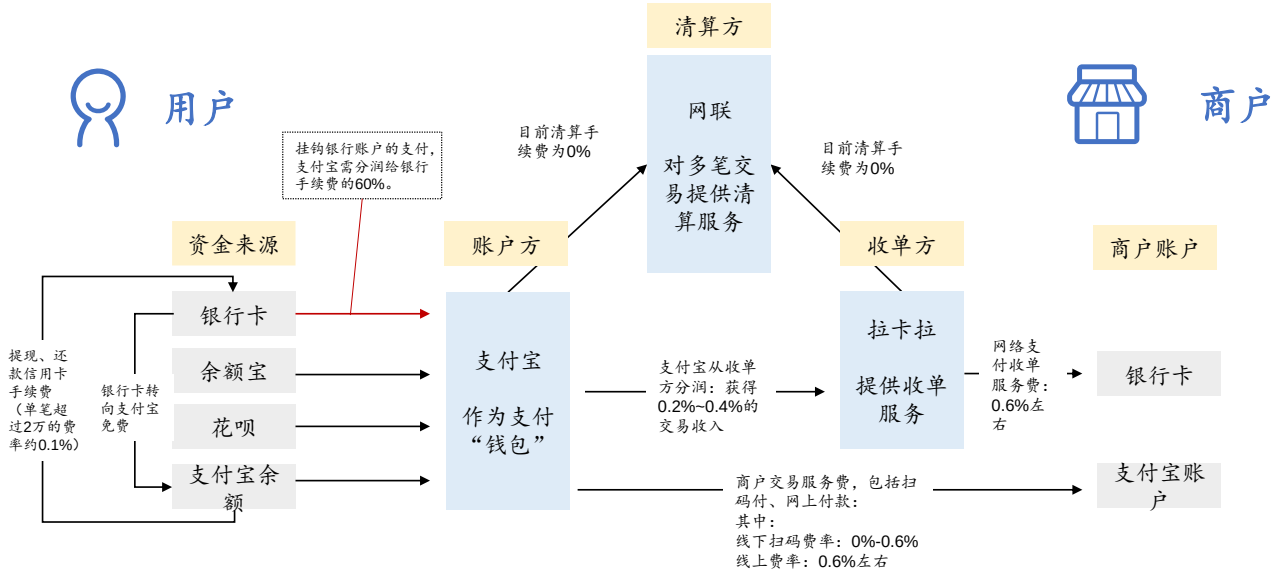
按支付流程来划分，第三方支付的主要包括三种：

1）预付卡发行与受理（如索迪斯、交通卡等）。发卡企业以储值卡形式发行，持卡人可在特定场景购买特定商品与服务。
2）银行卡收单。持卡人在商户刷卡消费，收单机构为签约商户提供账单结算，并通过清算方在银行之间清算，最终实现交易。

3）网络支付：指客户通过互联网的方式直接完成结算交易，其与传统的银行卡收单机构的重要差别在于其清算机构主要通过网联，而非银联。具体来说网络支付又可细分为：
A、互联网支付：指客户通过个人电脑，依托互联网实现货币资金转移。业务流程跟 POS 收单类似，但由网联替代银联担任清算角色。
B、移动支付：通过移动设备和移动通信网络完成的一种货币支付方式。其流程运转可以涉及银行卡也可以不涉及银行卡账户。

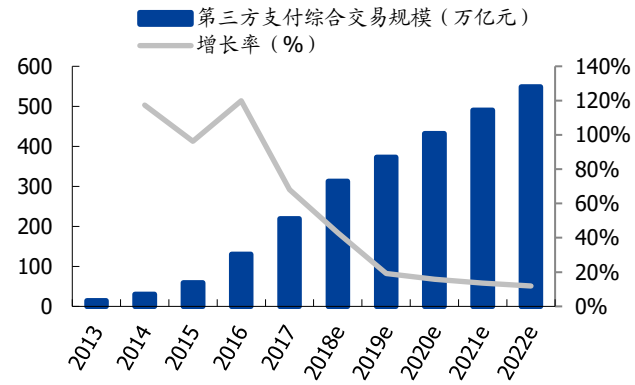
从趋势上看，随着互联网经济的快速发展，网络、移动设备的快速升级，网络支付爆发式增长，到 2017 年末占比已接近 70%，而银行卡收单、预付卡交易份额则持续下降至 30%、1%左右。考虑到银行卡收单在特定场景（主要是大额场景）中的地位，预计未来其占比基本将稳定在 27%左右。

图表 10：网络支付的主要流程示意图



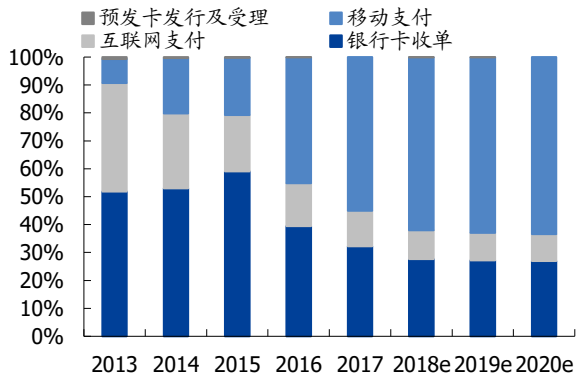
资料来源：蚂蚁集团官网，亿欧咨询，国盛证券研究所

图表 11：第三方支付综合交易规模



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

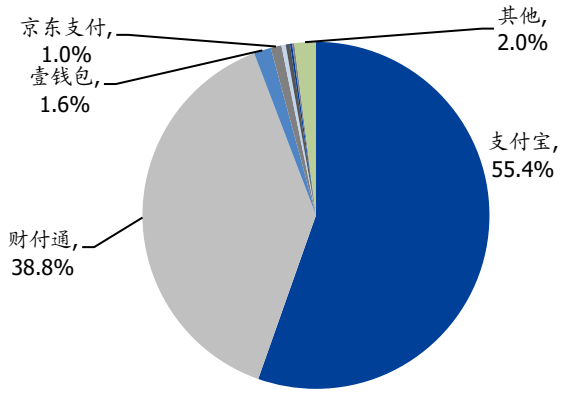
图表 12：第三方支付的四种支付模式的占比



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

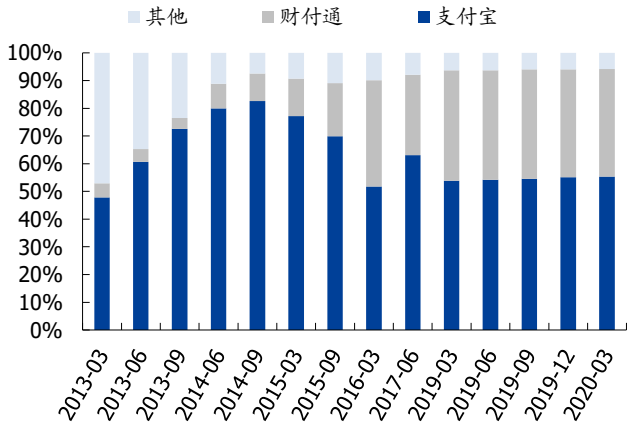
第三方移动支付行业格局：腾讯财付通+阿里支付宝双寡头低位稳固。根据艾瑞咨询数据，2020Q1 第三方移动支付市场中，支付宝和财付通两大巨头的市占率分别达 55.4%和 38.8%。从历史数据上看，支付宝背靠电商场景，财付通依托社交场景，在线上+线下推进下，已形成稳定的行业格局，两家公司的市占率 16 年以来整体基本保持稳定，占据了全行业的 90%左右。

图表 13：第三方移动支付市场份额（2020Q1）



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

图表 14：第三方移动支付市场份额趋势



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

1.2 支付业务的收入模式：交易规模×费率

支付宝作为全国最大的数字钱包，随着交易的发生可同时面向 C 端、B 端收费，但以 B 端收费为主，具体来说能产生收费的业务包括：

1、C 端主要向客户收取：提现手续费（单笔超过 2 万的费率约 0.1%）、信用卡还款手续费（2000 元以上费率 0.1%），整体来说 C 端贡献的收入有限，主要是起到沉淀流量的作用。

2、B 端：直接向商户收费或者与收单机构分润，具体来说商户通过当面付、APP 或网络付款时，如果：

1）直接通过支付宝账户收款，支付宝收取 0%~0.60%的手续费（对特定行业可能会有补贴优惠）；

2）如果经过收单方，则商户先支付给收单机构服务费（不同行业收费标准不一，在 0.3%~0.6%左右），支付宝再从收单方分润（0.2%~0.4%左右）。

在此基础上，需要注意的是：

1）目前交易场景可大致分为三类，收入贡献来源主要是第三方消费支付业务。

A、个人支付业务，如个人账户间相互汇款、提现、信用卡还款、支付宝红包等，其中只有提现与信用卡还款能贡献相对微薄的收入；

B、金融支付业务，主要包含线上购买理财及保险产品、偿还贷款等，这部分基本不贡献收入。

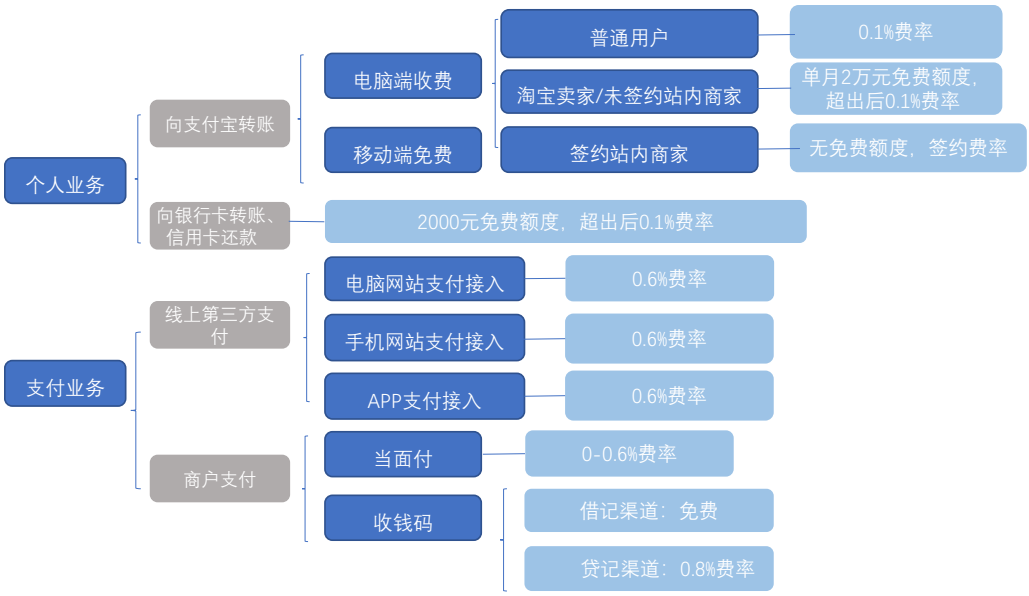
C、第三方消费支付业务：主要包括电商及线上服务支付、通过电子钱包等渠道完成的线下消费支付等。这部分是目前支付业务的主要收入来源。

根据艾瑞咨询统计数据，2019 年全行业数字支付总规模中个人支付业务、金融支付业务、第三方消费支付业务占比分别为 56.7%、18.4%、22.9%。

2）过去几年各大机构为争夺线下“扫码付”的市场，都采取了一些营销、优惠政策，如针对特定行业、特定商户在费率方面给予补贴等等，这在 2018 年-2019 年尤为明显，直接导致各大机构综合费率的下降，但网上支付方面由于格局已较为稳定。因此当前行业整体线下费率（免费~0.6%）要低于线上费率（0.5%~0.6%左右）。

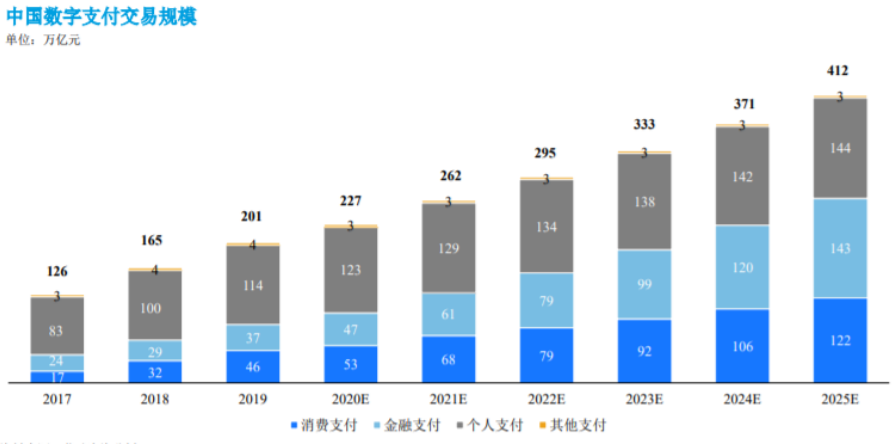
3）在以上两种模式中，如果用户使用的是支付宝绑定的银行卡进行支付时，银行将从支付宝获取的收入中抽成约 60%左右，作为营业成本。

图表 15：支付宝的主要收费规则



资料来源：蚂蚁集团官网，亿欧咨询，国盛证券研究所

图表 16：中国数字支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

1.3 蚂蚁集团支付业务收入保持平稳增长

过去 3 年蚂蚁集团支付业务增速从 23%逐步下降至 2020H 仅 13.2%。

1）规模的角度：全行业交易支付规模增速整体放缓。根据艾瑞咨询的统计数据，2019 年末全行业数字支付交易规模为 201 万亿，2018、2019 年增速分别为 30%、22%，2020 年受疫情影响进一步下降至 12%，但 2021、2022 增速将恢复至 15%左右。蚂蚁集团 2020H 总交易规模（TTM）为 111 万亿，在支付行业的市占率基本保持在 55%左右，收入也受到了行业交易规模增速放缓的影响。

2）费率的角度：2018 年-2019 年受线下支付竞争的影响，行业整体费率下滑，我们测算支付宝消费支付费率由 2017 年的 0.39%持续下降至 2020H 仅 0.18%。

未来蚂蚁集团支付业务收入有望保持稳定增长，主要基于：

1）根据艾瑞咨询的预测，未来 3 年，创收能力最强的消费支付交易规模占比将持续提升，从 2019 年的 22.9%持续提升至 2022 年的 26.8%，对应年均复合增速约 20%；

2）线下支付行业格局已基本稳定，2019 年下半年以来部分消费场景的费率已开始出现上调，消费支付 0.20%的综合费率有望保持。

图表 17：蚂蚁集团数字支付与商家服务收入情况

	2017	2018	2019	2020H
数字支付与商家服务收入（百万元）	**35,890**	**44,361**	**51,905**	**26,011**
YoY		*23.60%*	*17.01%*	*13.12%*
总交易支付规模（万亿）	**68.5**	**90.8**	**111.1**	**62.45**
YoY		*33%*	*22%*	
综合费率	***0.052%***	***0.049%***	***0.047%***	***0.042%***
其中：消费支付规模（万亿）	**9.2**	**17.6**	**25.4**	**14.5**
消费支付规模费率	***0.39%***	***0.25%***	***0.20%***	***0.18%***
全行业支付交易规模（万亿）	127	165	201	113
YoY		*30%*	*22%*	
支付宝市占率	***54%***	***55%***	***55%***	***55%***
行业消费支付规模占比	***13.4%***	***19.4%***	***22.9%***	***23.2%***

资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所测算

2、数字金融科技平台业务：未来创收的“金矿”

数字金融科技平台业务：指蚂蚁集团基于自己的用户、商户、消费场景信息优势、金融科技优势等将自身打造成全面数字金融科技平台，通过引流、技术支持等方式帮助合作金融机构的扩大其业务规模的业务，具体而言分为三大块：

1）微贷科技平台（促成信贷业务）：主要按照合作伙伴所获得的利息收入的一定百分比收取技术服务费。目前蚂蚁集团已与拥有 100 家合作银行，包含了所有的政策性银行、国有大行、股份行、以及部分领先城商行、农商行、外资银行、信托公司。
2）理财科技平台（促成财富管理业务）：主要按照平台促成金融机构合作伙伴实现的各类资产管理规模（AUM）的一定百分比收取技术服务费；目前蚂蚁集团已与约 170 家资产管理公司合作（包括国内绝大多数的基金公司、部分保险公司、银行、证券公司）。
3）保险科技平台（促成保费业务）：主要按照公司平台促成金融机构合作伙伴相应收取保费的一定百分比获得技术服务费，或按照相互宝项目参与用户支付的分摊金额的一定百分比获得技术服务费。目前蚂蚁集团已与约 90 家保险机构合作开展业务。

蚂蚁集团从中主要以技术服务费的形式取得收入，并且不承担风险。蚂蚁集团不对消费信贷及小微经营者信贷承担信用风险、不对理财产品承担兑付风险、也不对保险产品承担承保风险。而技术服务费率一般根据金融机构合作伙伴提供的产品类别不同而有所差异。但对于蚂蚁集团部分持有金融牌照的控股子公司直营资金若直接提供信贷、资产管理及保险等产生的极少部分的收入，蚂蚁集团需要承担风险。

2020 年上半年，微贷、理财、保险三大科技平台分别实现收入 285.86 亿、112.83 亿、61.04 亿元，合作机构分别达到分别促成金融机构信贷 2.15 万亿，AUM4.1 万亿、保险及分摊金额 518 亿（2020 年 6 月过去 12 个月）。

考虑到线上微贷、理财、保险业务的发展空间，数字金融科技平台业务有望继续保持高增长。

图表 18：蚂蚁集团数字金融科技平台营业收入、促成业务规模、综合费率情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020H
营业收入				
数字金融科技平台	290	406	678	460
微贷科技平台	162	224	419	286
理财科技平台	105	139	170	113
保险科技平台	23	43	90	61
促成的相应业务规模情况				
微贷-信贷余额	6,475	10,456	20,138	21,536
理财-AUM 余额	22,267	27,093	33,981	40,986
保险-保费及分摊金额	92	145	375	286
综合费率				
微贷科技平台	2.50%	2.14%	2.08%	2.65%
理财科技平台	0.65%	0.56%	0.56%	0.60%
保险科技平台	25.16%	29.74%	23.86%	21.34%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.1 促成信贷业务：引领联合放贷市场的“东风”

蚂蚁集团的借贷业务大致分为 2B 和 2C 两种模式，2B 以阿里小贷起步主要促成经营性贷款，2C 则以花呗和借呗为银行核心引流客户资源，在消费金融产品上实现跨越式发展。

1、消费金融：从花呗、借呗到助贷、联合贷。

1）产品端：蚂蚁集团在 2015 年推出了花呗和借呗产品。

1、蚂蚁花呗（类似信用卡）。花呗是一款分期产品、赊账支付工具，促进销售和培养用户习惯是主要目标。申请开通后，用户将获得 500-50000 元不等的消费额度，到 2020 年 6 月末花呗用户的平均余额约为 2000 元。用户在消费时可以预支蚂蚁花呗的额度，享受"先消费，后付款"的购物体验。免息期最高可达 41 天。消费者可以分 3、6、9、12 个月进行还款。根据不同的分期期数，收取手续费。此外，如果逾期不还每天将收取万分之五的逾期惩罚费。

2、蚂蚁借呗（类似现金贷）。借呗是一款现金贷产品，赚取利息收入是主要目标，定价高，盈利性强。目前的申请门槛是芝麻分在 600 以上。按照分数的不同，用户可以申请的贷款额度从 1000-30 万元不等。借呗的还款最长期限为 12 个月，且随借随还。

花呗、借呗最终年华贷款利率（APR）预计在 7.3%~18%之间。根据 IPO 数据，花呗、借呗整体日利率可低至约万分之二（年化 7.3%），大部分贷款收益率为万分之四左右或以下（年化 14.6%）。从我们实际调研的情况来看：

1）花呗分期费率或与商品、补贴活动、分期期限相关。整体来说，账单分期实际收益率在 8.82%~10.38%之间，消费分期在 7.24%~9.5%之间，且不少商品前三个月面息。

2）借呗收益率与客户资质、额度、分期期限相关，根据 2017 年的借呗 ABS 产品计划说明书，借呗贷款的最终收益率（APR）在 5.4%~21.6%不等，80%的利率集中在 10%-18%左右。

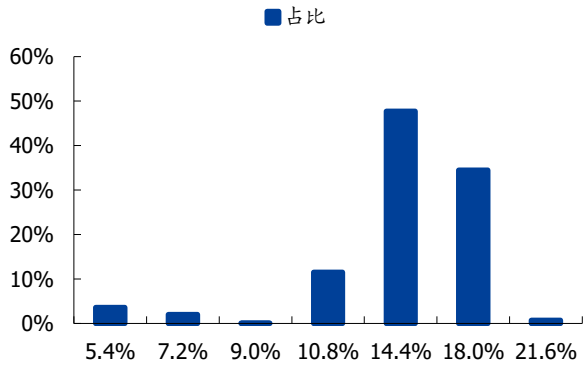
截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，约 5 亿用户通过公司的微贷科技平台获得了消费信贷，到 6 月底包括花呗、借呗在内的消费信贷余额约 1.7 万亿。

图表 19：花呗分期手续费率及测算对应年化利率

	账单分期	*测算年利率*	消费分期	*测算年利率*
3 期	2.50%	*10.38%*	2.30%	*9.52%*
6 期	4.50%	*9.14%*	4.50%	*9.20%*
12 期	8.80%	*8.82%*	7.50%	*7.50%*
24 期			15.00%	*7.24%*

资料来源：国盛证券研究所

图表 20：蚂蚁借呗年化利率分布



资料来源：2017 年借呗 ABS 数据，国盛证券研究所

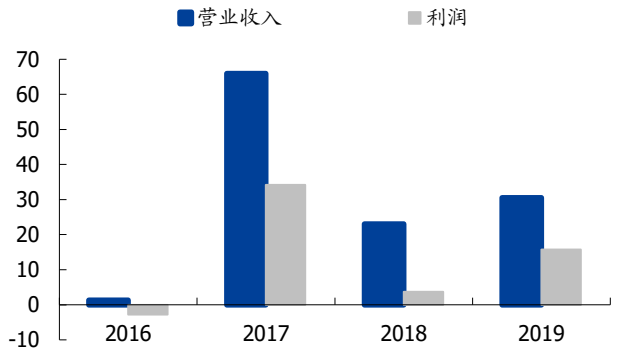
合作模式：从自营到联合放贷。

1）最早蚂蚁花呗、借呗以两家小贷公司（蚂蚁小微小贷、蚂蚁商诚小贷）作为放贷主体，通过自营资金放出贷款。

2）但由于两家公司自营资金有限（即便是蚂蚁集团多次增资后，其注册资本仅 120 亿、40 亿，当前发放的贷款金额远超 2.3 倍的小贷公司杠杆系数要求），因此两家公司通过发行 ABS 进行出表、融资，维持快速扩张。根据 Wind 数据统计，2016 年以来，花呗、

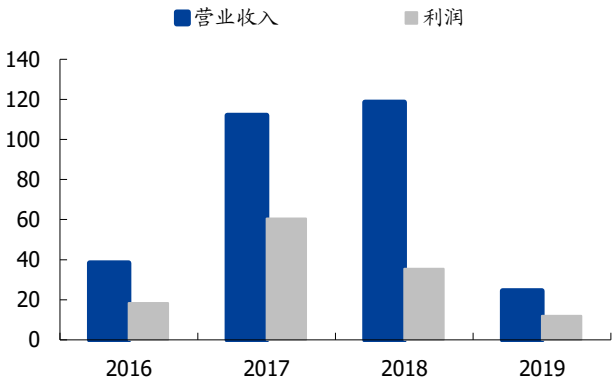
借呗 ABS 产品累计发行规模分别高达 4000 多亿、2000 多亿。
与此对应， 2016 年-2018 年蚂蚁小微小贷（花呗）、商诚小贷（借呗）的营收从 16 年 1.3 亿元、38.3 亿元分别增长至 2018 年 23.09 亿元、118.5 亿。

图表 21：花呗--蚂蚁小微小贷公司营收、利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 22：借呗—蚂蚁商诚小贷公司营收、利润情况 （亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

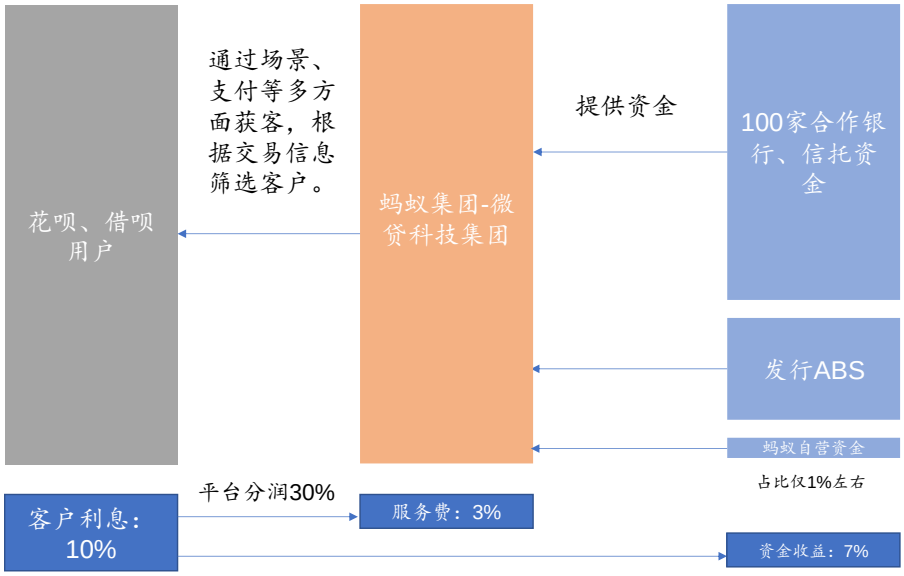
3）但 ABS 的融资金额仍不足以支撑庞大规模的消费信贷，2017 年开始蚂蚁集团加大转型，通过金融平台的方式，与商业银行合作的“联合放贷”成为其消费信贷业务的主流。
联合放贷有三种模式:
A、导流模式。蚂蚁集团提供客户资源与部分信息，合作银行自主决策、自主风控（一般合作银行为风控体系成熟的大中型银行）。
B、“导流+初筛”（即助贷模式）。蚂蚁集团为合作方提供蚂蚁风控初筛后的白名单，根据财新报道[1]，蚂蚁金服一般将 8 亿客户筛选初 3-4 亿的“白名单”客户，然后合作银行根据自身的风控要求，进行“二次筛选”，目前通过率基本在 50%以下。放不放、放多少均为银行来决定。这类合作机构主要包括邮储银行、中小金融机构及部分小贷公司。
C、资金联营。在助贷模式基础上，资金来源上与合作银行按比例出资，一般蚂蚁集团出资比例非常低，在 1%左右，主要增加“信任感”。

在联合放贷的三大模式中，蚂蚁集团的收入主要来自两大方面:
1）平台服务费，一般分佣比例在 30%左右（即利息收入抽三成），但也会根据合作业务量“一家一议”，业务量越少分佣比例越高，最高可达 50%。
2）利息收入，主要是资金联营模式下，蚂蚁集团 1%资金所获得的利息收入。

综合三种模式，2019 年末蚂蚁集团合计投入的自营资金余额为 362.42 亿，占平台促成的信贷余额比例仅为 1.68%，且逐年减少，即 98%以上的信贷资金来源是银行资金，且蚂蚁集团基本不承担风险。最终客户到手贷款的 APR 为 10%左右，蚂蚁集团平台服务费可抽走 3%，最终金融机构获得 7%左右。

[1] https://m.weekly.caixin.com/m/2019-10-25/101475419.html

图表 23：联合放贷的主要模式



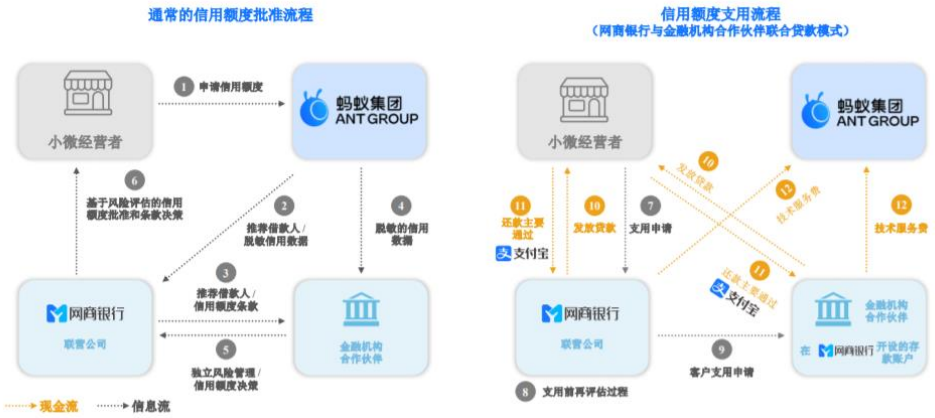
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2、经营贷：平台化模式，但与网商银行共同运营

从运营模式上看，经营贷依旧是平台化运营，但与消费贷平台由蚂蚁集团单独运营不同的是，经营贷平台结合了蚂蚁集团，以及其联营的网商银行（蚂蚁集团参股 30%）共同运营。网商银行诞生于支付宝体系内，蚂蚁集团+网商银行基于大量的线上及线下的支付交易、商家的经营流水及其他资讯积累了大量的商户客户（包括淘宝和天猫上的商家、使用支付宝的线下商家等），以及深入的对小微经营者的洞察。在这过程中：

1）蚂蚁集团提供客户触达、洞察及技术能力（即用户信用数据、超级流量接口等）；
2）网商银行则独立执行信贷风险评估，并基于客户洞察和技术能力，开发了一套信贷风险管理系统，有效评估小微经营者的信贷风险并为相关信贷产品定价。蚂蚁集团+网商银行的协同在过往小微经营者信贷的分析、评估、核准与发放方面积累了专业经验。
3）公司和网商银行共同向第三方金融机构合作伙伴开放，利用技术能力，帮助金融机构合作伙伴建立自动化、迅捷的信贷流程，实现独立的信贷风险评估。

图表 24：蚂蚁集团+网商银行小微金融服务平台流程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

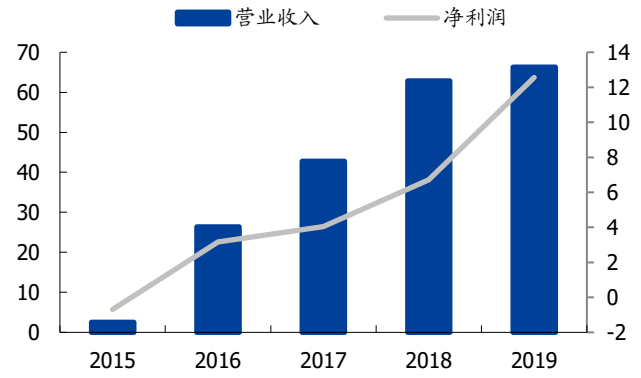
在这一过程中，蚂蚁集团的收入主要来自两大方面：1）平台服务费，既包括网商银行支付的关联交易费用，也包括合作银行支付的技术服务费。2）持股网商银行，分享放贷利

润的 30%。

预计经营贷利率在 6.35%~10.5%左右。由于网商银行本身与淘宝商户合作较多，因此其贷款利率比较具有代表性。测算 2019 年网商银行个人贷款（主要是经营贷、消费贷）利率约 10.45%，对公贷款（主要是小微企业贷）利率 6.35%左右，因此预计蚂蚁集团促成经营贷利率在 6.35%~10.5%左右，略低于消费贷，为保持合作银行由一定的“预期收益率”，预计蚂蚁集团从中的分润比例也相比消费贷要低一些。

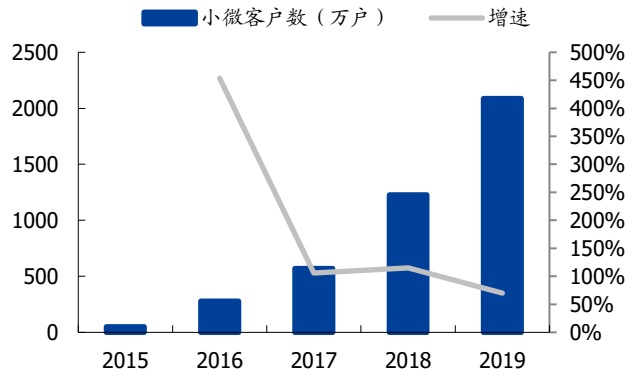
截至 2020 年 6 月末，蚂蚁集团共计促成经营贷 4217 亿。其中，2019 年末网商银行个人贷款金额已达到 432 亿，占其中的 10%左右。成立至今，网商银行已累计服务小微企业及小微企业主 2087 万户，户均余额仅为 3.1 万元。

图表 25：网商银行的营业收入及利润（亿元）



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 26：网商银行累计服务小微客户数及增速



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

行业趋势：小额消费贷+经营贷市场广阔。

A、消费贷：我国居民渗透率仍较低，截至 2019 年底，超过 18 岁的中国人口有 75%尚未拥有信用卡，中国消费信贷余额占现金及存款规模的比重为 14%，而美国这一比例则为 33%，未来提升的空间巨大。根据奥维咨询的测算，中国小额消费贷市场规模到 2019 年规模达到 13 万亿，到 2025 年预计达到 24 万亿元，期间年均复合增长率为 11.4%。其中线上消费贷 2019 年末约 6 万亿，预计在 2025 年将达到 19 万亿元，2019 年至 2025 年间年均复合增长率达到 20.4%。

B、经营贷：普惠型小微企业、个体工商户对中国经济的重要性与日俱增，但仍具备庞大的信贷需求尚未服务。2019 年中国小微企业对 GDP 的贡献率达到 60%，然而小微经营者信贷余额规模仅占企业贷款总余额的 32%。中国单笔金额低于 50 万元的小微经营者信贷余额预计将从 2019 年的 6 万亿元增长至 2025 年的 26 万亿元，期间年均复合增长率达到 27.2%。其中在线小微经营者信贷在 2019 年底整体余额规模达到 2 万亿元，得益于数字化技术的广泛应用，该市场规模预计到 2025 年可达到 16 万亿元，2019 年至 2025 年间年均复合增长率为 40.8%。

蚂蚁集团经营状况：规模扩张+市占率提升，推动收入高速增长，资产质量保持稳健。

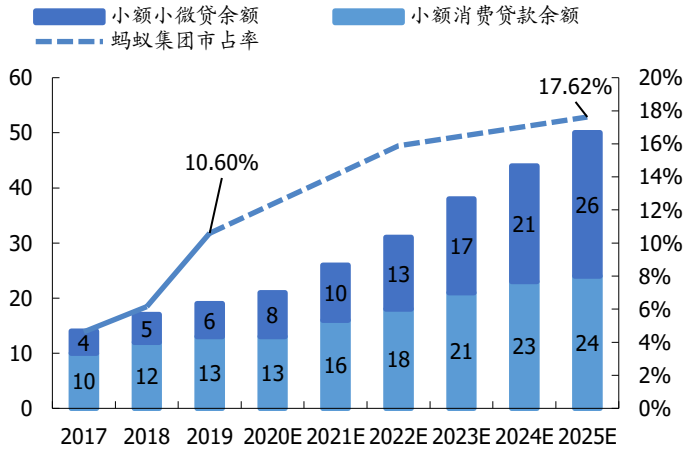
过去几年，蚂蚁集团微贷科技平台收入增长迅速，正成为蚂蚁集团重要的收入来源。2018、2019、2020H 微贷科技平台带来的收入分别为 224 亿、419 亿、286 亿，增速高达 39%、87%、59%，占总营收的比重从 2017 年的 25%逐步持续提升至 2020H 接近 40%，拆分来看：

1）促成信贷规模快速扩张，市占率不断提升。2020 年 6 月末促成信贷规模已达到 2.15

万亿，过去 3 年年均复合增长率高达 62%，占全行业小额消费贷+经营贷总额的市占率从 4.6%快速提升至 11%左右，占线上小额贷款的市占率达 25%以上。

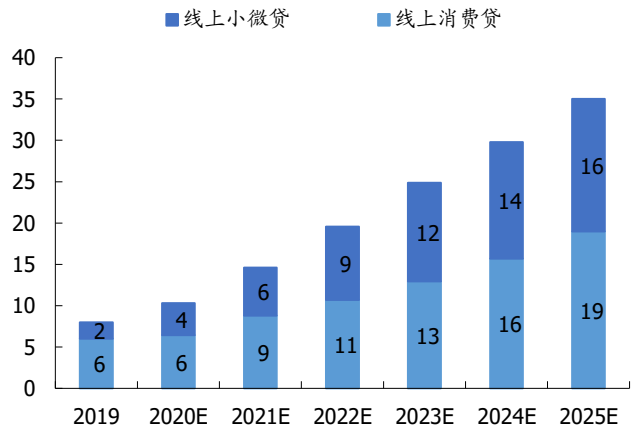
尤其在联合放贷市场，寡头垄断明显，蚂蚁集团具备场景+客群+科技优势。根据财新报道，联合贷款市场中，蚂蚁集团的市占率已达到了 50%以上，加上微众银行、平安普惠后的 CR3 已达到 90%，其余的 10%左右的市场为新网银行、京东数科、百度消费金融公司等占据。相比其他竞争者，蚂蚁集团在消费金融客户资源（近 8 亿活跃支付宝用户，累计服务的 5 亿小额贷款用户）、消费场景（母公司阿里巴巴占据网络零售 B2C 市场一半以上的市场份额）、金融科技方面具有优势。

图表 27：我国小额贷款市场规模增长趋势（万亿元）



资料来源：奥维咨询，国盛证券研究所

图表 28：我国线上小额贷款市场规模及增长趋势（万亿元）

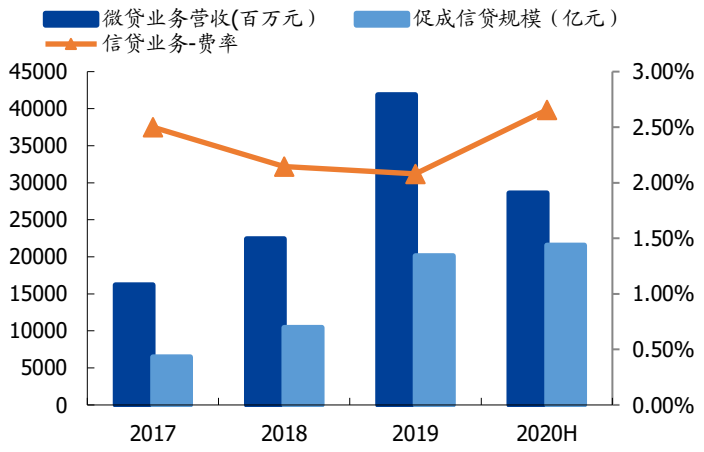


资料来源：奥维咨询，国盛证券研究所

2）利率下行环境下，综合费率呈下行趋势。微贷科技平台 2020 年上半年共计创收 459.7 亿，占促成信贷总额（2.15 万亿）的 2.65%，2017 年-2019 年分别为 2.50%、2.14%、2.08%主要是贷款利率整体下降所致。2020 年上半年费率上升至 2.65%或主要是疫情影响，消费分期业务的花呗占比下降（利率相对较低），而现金贷业务的借呗占比（相对较高）有所增加。

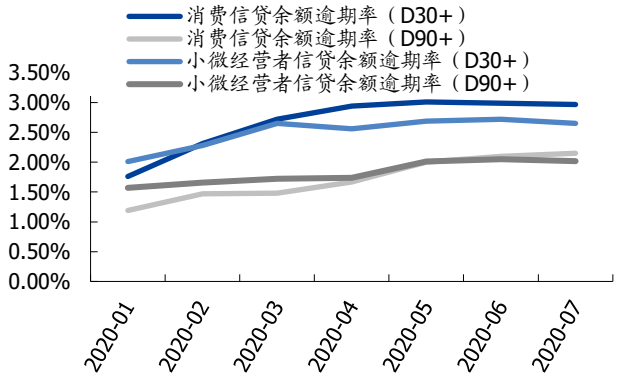
3）资产质量：整体稳健。虽然蚂蚁集团基本不承担信用风险，但促成的贷款的资产质量对于金融机构合作伙伴至关重要。根据 IPO 数据，消费贷、经营贷逾期 90 天以上贷款占比在疫情前基本保持在 1.5%以下的水平。但受疫情影响，各类贷款的逾期率有所上升，到 2020 年 6 月末分别提升至 2.10%、2.05%，但节奏上看，逾期 30 天以上贷款占比 3 月以来已基本见顶回落，不良生成压力正边际缓解。

图表 29：蚂蚁集团微贷科技平台业务规模、费率



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 30：蚂蚁集团促成信贷资产质量情况



资料来源：IPO 文件，国盛证券研究所

综合来看，借助现有的优势，蚂蚁集团有望继续在联合放贷市场上保持绝对领先的地位，将继续保持较快的增长。

1）当前蚂蚁集团在线上小额贷款市场市占率已达 25.2%，根据 IPO 中奥纬咨询的测算，在线小额贷款市场未来 5 年均复合增速高达 34.2%。

2）考虑到利率下行趋势，2020 年蚂蚁集团微贷业务综合费率将相比 2020H 下降 15bps 至 2.50%（但相比 2019 年仍提升 42bps），后续或将整体趋于稳定。

图表 31：蚂蚁集团微贷科技平台收入情况（未特殊标注均为百万元）

	2017	2018	2019	2020H
微贷科技平台收入	**16,187**	**22,421**	**41,885**	**28,586**
YoY		*39%*	*87%*	*59%*
微贷-信贷余额（万亿）	0.65	1.05	2.01	2.15
综合费率	***2.50%***	***2.14%***	***2.08%***	***2.65%***
全行业小额贷余额（万亿）	14	17	19	-
综合市占率	***4.63%***	***6.15%***	***10.60%***	
中国消费贷款余额（万亿）	10	12	13	
中国小额经营贷余额（万亿）	4	5	6	
全行业线上小额贷余额（万亿）			8	
线上小额贷款市占率			***25.17%***	

资料来源：Wind 资讯，艾瑞资讯，国盛证券研究所

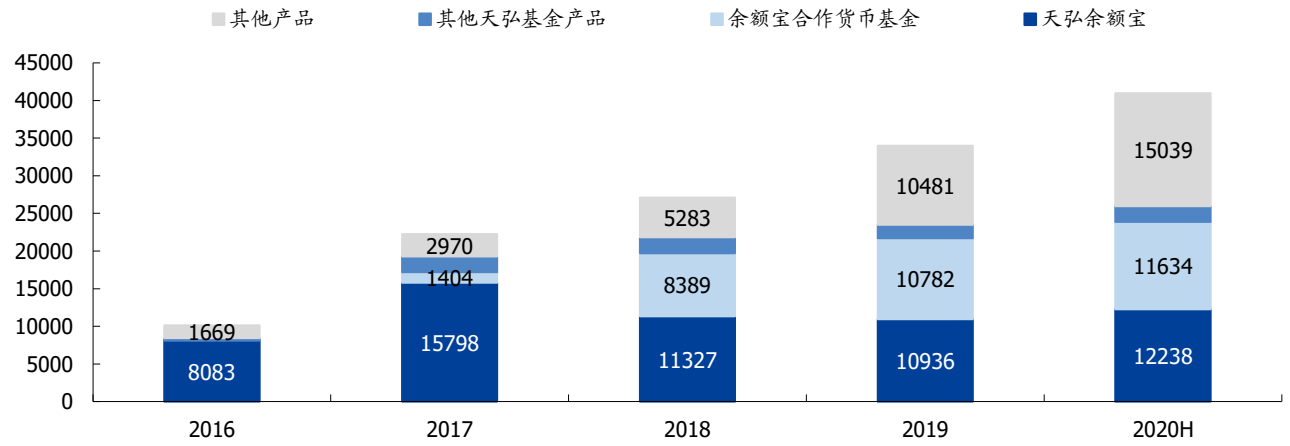
2.2 促成理财业务：财富管理超市将迎来快速发展期

蚂蚁集团理财平台以支付宝作为入口，以蚂蚁财富为平台载体，面向金融机构开放，为用户提供大量可选择的基金、理财产品，目前已成为中国最大的线上理财平台。2020H，蚂蚁集团已与约 170 家资产管理公司合作，为用户提供了 6000 多种产品，涵盖了余额宝、定期存款、结构性存款、基金、专户理财等产品。此外，蚂蚁集团还提供智能决策、产品筛选、投资者适当性管理等相关技术，以全方位优化客户的投资体验。2020H 蚂蚁集团理财科技平台所管理的资产总金额（AUM）达到 4.10 万亿元。

1、货币基金类：余额宝+余利宝广义口径预计达到 2.5 万亿，占总 AUM 的 60%。
随着支付宝账户用户的快速增长，支付业务的资金沉淀衍生出现金管理需求，蚂蚁集团在 2013 年正式推出 To C 端的货币基金余额宝，到 2020H 规模已达到 1.22 万亿元；与此同时 2017 年 To B 端面对小微商户推出货币基金余利宝，到 2020H 规模达到 759 亿，两者加起来规模约 1.3 万亿。
此外，余额宝自 2018 年 4 月向其它基金公司开放，陆续接入除天弘余额宝外的 28 只基金，用户可以在余额宝界面中选择将所持有的的“天弘余额宝基金”切换为合作货币基金（如农银日日鑫）。目前 28 只合作产品规模已达到 1.2 万亿，因此广义口径的余额宝规模规模预计达到 2.5 万亿。

2、此外的 1.5 万亿（占比 40%）主要为定期理财（养老金保险类产品、银行结构性存款）和公募基金，在这其中预计以定期存款、定期理财、货币基金为主，目前代销非货币基金规模有限。

图表 32：蚂蚁集团各类 AUM 产品规模测算（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

2020 年上半年，蚂蚁集团财富管理业务的合计营业收入达到 112.8 亿元，占平均 AUM（3.7 万亿）的 0.60%（这里的费率分母为 AUM 余额，如果用销售额作为分母来侧算实际费率更低），其中：
1、天弘基金旗下的基金管理费、服务费收入约 41 亿元。蚂蚁集团持有天弘基金 51%的股份，天弘基金旗下发行了包括天宏基金余额宝、余利宝以及其他基金产品共计 74 只，管理规模 1.43 万亿。天弘基金 2020H 实现营业收入 41 亿元，净利润 14 亿元，预计全部并入蚂蚁集团报表。根据这一数据测算天弘基金管理服务综合费率约 0.61%。

2、28 只余额宝合作基金带来余额宝品牌销售服务费收入约 31 亿元（测算）。28 只余额宝合作基金首先与网商银行合作（虽然客户可在支付宝便捷购买这 28 只产品，但其背后银行网商银行开设账户、然后由网商银行代销基金的流程），根据 2019 年网商银行年报其代销基金手续费收入高达 60.5 亿元。但与此同时网商银行需要支付蚂蚁集团“余额宝品牌销售服务费”，根据 IPO 蚂蚁集团与网商银行的相关关联交易、以及网商银行助贷、存款业务规模简单测算，2019 年蚂蚁集团获取收入约 36 亿元，2020H 约 22 亿元。按“支付宝品牌销售服务费”（22 亿）/28 只合作基金平均规模（1.1 万亿），测算品牌销售服务费率约 0.38%。

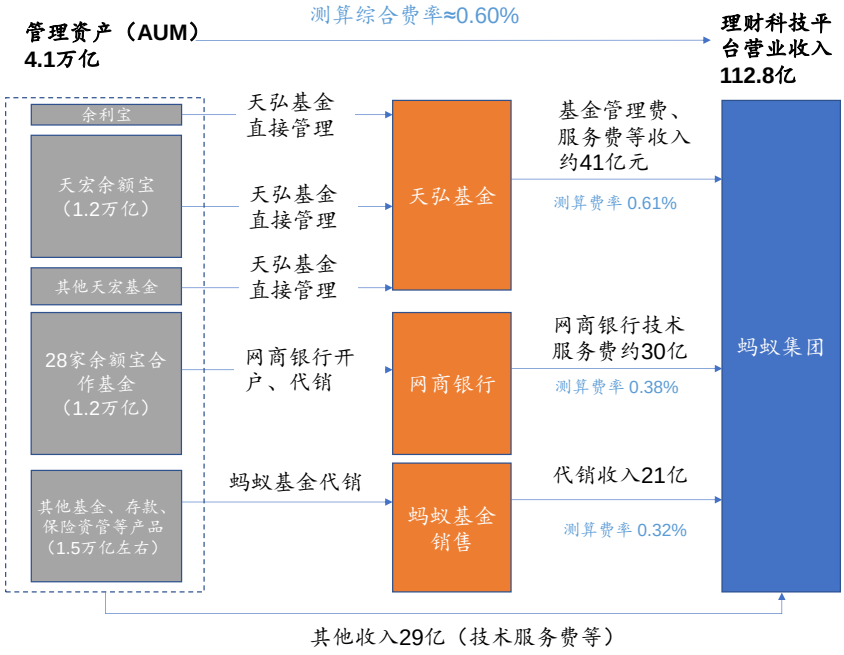
3、蚂蚁基金销售公司获取的基金代销渠道收入约 21 亿元。蚂蚁集团持有蚂蚁（杭州）基金销售有限公司 68.83%的股份，2020H 其营收、利润分别为 21 亿、5500 万，预计

全部并表处理。按蚂蚁基金销售公司 21 亿营收/其他管理资产平均规模（约 1.3 万亿）测算代销综合费率约 0.32%。蚂蚁基金销售综合费率较低主要原因在于：1）蚂蚁基金代销主要以银行存款、保险券商资管、货币基金等固收类、被动型的产品为主，因此综合管理费率较低；2）蚂蚁基金代销目前获客方面主打“便宜”，即便是股票型基金产品前端代销费率仅 0.15%。

4、其他收入约 29 亿（测算+倒推）。这其中包括：1）买方投顾管理费收入。蚂蚁集团 2020 年 4 月推出买方投顾“帮你投”，目前管理费率为 0.5%/年，根据中国证券报报道，截止 2020 年 7 月 20 日，“帮你投”产品已有客户 20 万人，合计管理规模约 22 亿元人民币。2）平台技术服务收入。蚂蚁集团对金融机构开放平台和技术，如财富号、营销号等等。可根据服务内容收取服务费。预计随着蚂蚁财富业务的不断丰富，将更多地把技术能力赋予到投研、交易、风控、合规、安全等方面，技术类收入有望进一步提升。

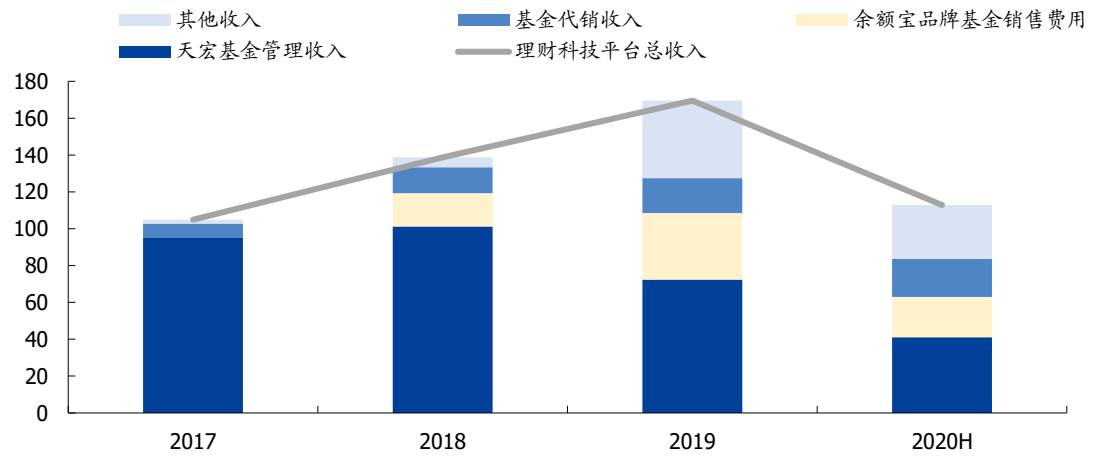
从趋势上看，基金代销、其他技术收入占比将不断提升。2017 年理财科技平台 104 亿的收入中 95 亿来自于天弘基金管理收入（主要是余额宝），2018 年以来随着余额宝合作产品的壮大，余额宝品牌销售服务费收入占比快速增加。随着蚂蚁基金代销业务的不断完善、基金合作产品的品类不断丰富，以及支付宝客户的不断引流，基金代销业务的规模、收入均快速增长，收入占比从 2017 年的 7%快速提升至 2020H 的 18%。此外，在平台不断做大、资管合作公司不断增加的情况下，其他技术收入增速也快速增长，到 2020H 占收入比重已达到 18%。预计未来基金代销业务、其他技术收入业务占比还将不断扩大。

图表 33：蚂蚁集团财富管理业务 AUM、收入拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34：理财科技平台营业收入构成（亿元，测算）

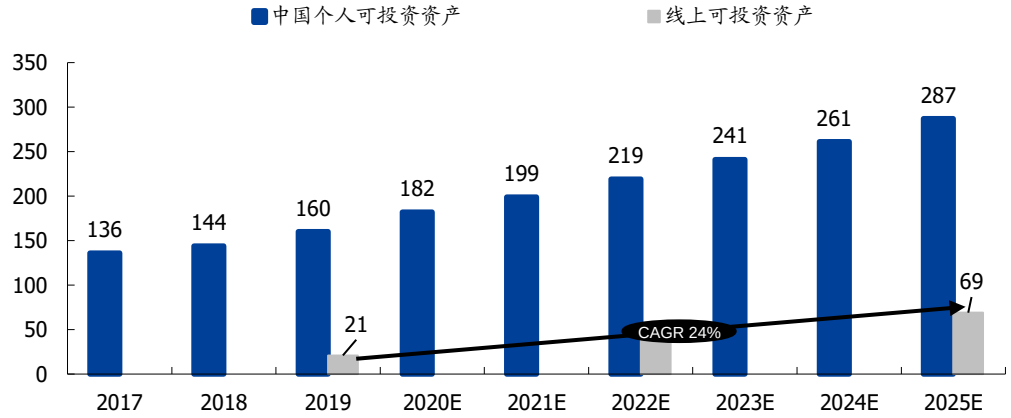


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

行业竞争格局与趋势：线上财富管理行业未来发展空间较大。根据奥纬咨询的测算，2019 年我国居民可投资金融资产总规模约 160 万亿，到 2025 年将增长 287 万亿，年均复合增速约 10.3%，这其中有两大趋势：

1） 财富管理线上化占比提升。基于网络支付的普及提升了国民对线上财富管理的接受度，同时数字化技术的广泛应用将为用户带来更好的投资体验，预计财富管理的占比预计将持续提升，根据奥纬咨询的测算，2019 年通过线上渠道销售的可投资资产规模仅 21 万亿，占全部可投资资产的比重约 13%，到 2025 年规模将达到 69 万亿，年均复合增速约 24%（是整体可投资资产增速的 2 倍），占比也将提升至 24%；

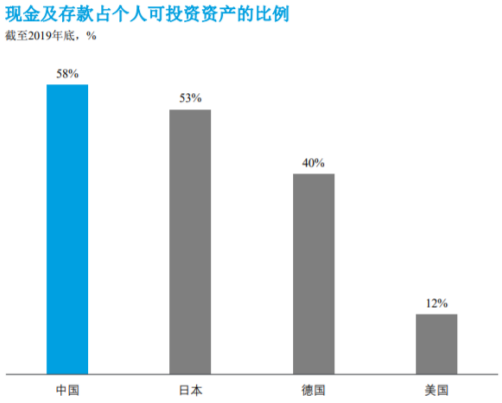
图表 35：我国居民可投资资产、线上可投资资产规模增长趋势（万亿元）



资料来源：公司公告，奥纬咨询，国盛证券研究所测算

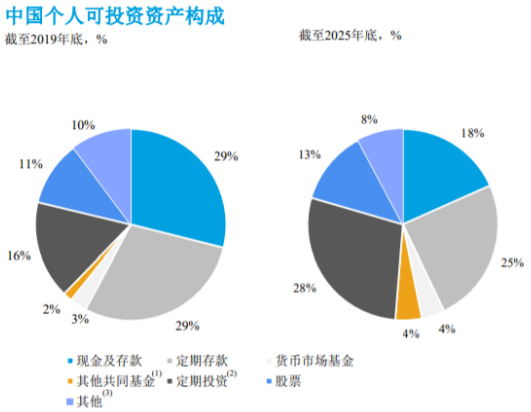
2）财富管理产品多元化。我国居民资产配置当前依旧以现金及存款为主，2019 年末占可投资资产比重高达 58%，而美国这一比例只有 12%。随着居民理财意识的不断觉醒、资管新规“打破刚兑”，预计未来居民资产配置中净值化理财产品、基金、股票类等资产占比将不断提升，根据奥纬咨询的测算，到 2025 年非现金存款金融资产占比将从 2019 年的 58%逐步下降至 43%。

图表 36：现金及存款占个人可投资资产的比例，中国 VS 美国（2019A）



资料来源：公司公告，奥纬咨询，国盛证券研究所

图表 37：中国个人可投资资产的构成（2019 VS 2025）



资料来源：公司公告，奥纬咨询，国盛证券研究所
注：其他共同基金包括投资于多资产类别的基金、债券基金、股票基金、ETF 基金和另类投资基金。定期投资包括银行财富管理产品、投资类保险产品和其他。其他包括私人基金、信托、海外投资和其他。

线上财富管理市场的竞争格局：传统金融机构 VS 互联网平台。目前线上财富管理的参与方包括线上化转型的传统金融机构（如招商银行）、互联网流量巨头（如阿里旗下的蚂蚁集团、腾讯旗下的理财通），以及投资理财机构的互联网平台（如东方财富旗下的天天基金）。相比竞争者，蚂蚁集团的理财业务的核心优势在于客群覆盖面，基于支付-消费-现金管理-理财线上强大的金融场景闭环，我们将蚂蚁集团与招商银行、天天基金、理财通对比具体来说：

1、对比传统金融机构（招商银行），蚂蚁集团等互联网平台主打“便捷、便宜、平台化”。对比招商银行、天天基金、蚂蚁集团可以看到：1）申购费用方面：互联网平台更“便宜”。投资金额在 500 万以下的基金申购费率基本上都是招商银行的 1 折，便宜了 1 个百分点以上。2） 和基金公司合作的方面：互联网平台在基金产品的覆盖面上高于招行。截止 2020 年 9 月 8 日，天天基金合作基金产品 5483 只（将分级产品拆开统计，下同），涵盖 140 家基金公司、蚂蚁财富则合作 5032 个产品，132 家基金公司，这两大平台代销的基金产品数量分别覆盖了全市场基金的 78.38%、71.94%，远高于招商银行的 43.75%。

图表 38：部分产品申购费率

申购费率	招商银行				天天基金				支付宝			
申购金额（%，万元）	＜100	≥100	≥500	≥1000	＜100	≥100	≥500	≥1000	＜100	≥100	≥500	≥1000
富国中国中小盘香港上市 QDII	1.5%	1.2%	1000	1000	0.15%	0.12%	1000	1000	0.15%	0.12%	1000	1000
汇添富价值精选	1.5%	1.0%	0.3%	1000	0.15%	0.10%	0.03%	1000	0.15%	0.10%	0.03%	1000
中欧潜力价值灵活配置	1.5%	1.0%	1000	1000	0.15%	0.10%	1000	1000	0.15%	0.10%	1000	1000
安信价值精选	1.5%	1.0%	1000	1000	0.15%	0.10%	1000	1000	0.15%	0.10%	1000	1000
鹏华新兴产业	1.5%	1.0%	1000	1000	0.15%	0.10%	1000	1000	0.15%	0.10%	1000	1000

资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

经营战略的不同主要来自于客群、业务定位的不同。
1）客群结构上：招商银行专注高净值客户，而蚂蚁集团强调“广覆盖”。2020 年 6 月末，蚂蚁集团支付宝月活用户数高达 7.11 亿户，共计管理客户总资产（AUM）4.2 万亿，对应人均 AUM 为 5765 元/人。招商银行零售客户总数相比支付宝较少（1.51 亿户，已是国有六大行外银行中最多），但 AUM 高达 8.2 万亿，人均 AUM 为 5.47 万元/人（为蚂蚁集团的 10 倍）。

2）业务定位上：招商银行进行综合化财富管理，蚂蚁集团主要通过“余额宝”+代销+科技输出特定产品切入。从财富管理的收入结构上看，2020H 招行理财、代理保险、代理基金、代理信托收入分别占比 13.7%、28.5%、33.6%、23.2%，呈多元分布，主要是招行针对高净值客户提供全面的财富管理产品体系，并注重满足客户多元资产配置需求，提高财富管理体验。相比之下蚂蚁集团财富管理牌照有限（没有代销银行理财、信托产品等牌照），理财科技平台的收入中天宏基金收入（主要是余额宝）+间接的余额宝收入占比高达 56.9%，主要依靠余额宝的影响力+代销基金的“低价优势”+平台科技输出的特定产品切入市场。

3）客群架构+业务定位的差异，决定了招行与蚂蚁集团未来的发展模式也不同。招行主要通过银行为基础的金融服务深度绑定高净值客群、以金融科技方式覆盖其他客群，为高净值形成“链式输送体系”，关键词在于“输送”+“高净值”。而蚂蚁集团主要依靠支付业务的覆盖面+支付宝超级流量入口+余额宝等品牌影响力，通过低费率、平台化、移动化的手段，提升互联网客户的理财业务渗透率，实现产品销售的增长。

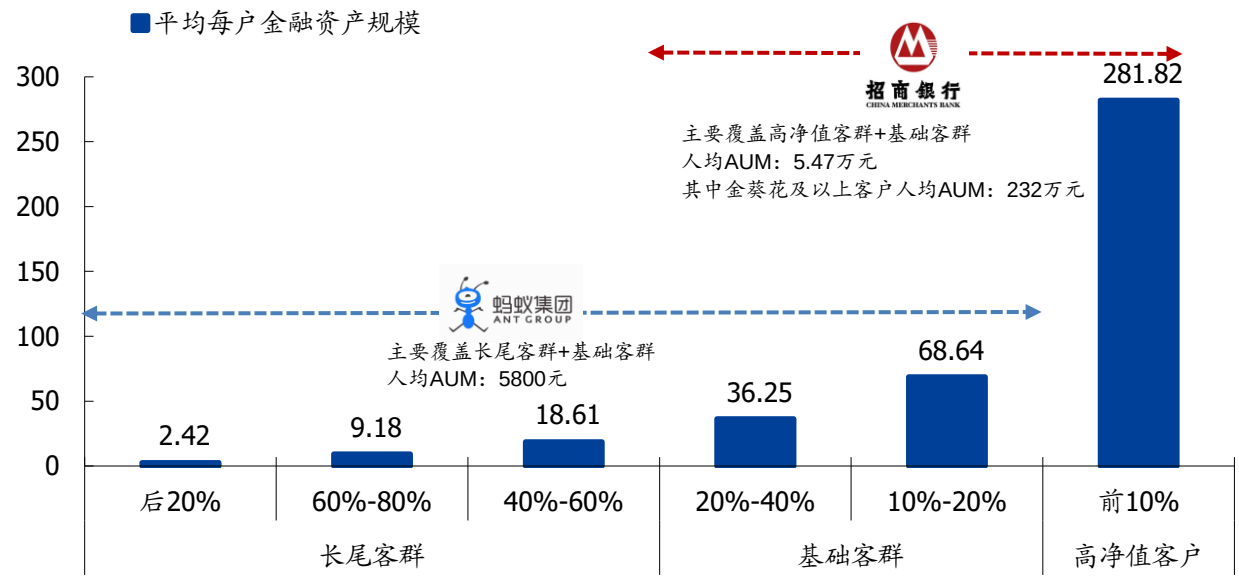
本质上来说，蚂蚁集团与招商银行客群及业务定位、目标打法均不同，是明显的“错位竞争”。

单从基金销售全行业的趋势来看，在互联网理财平台发力的背景下，低年龄、低收入群体增速非常快，占比在逐步提升下降，预计蚂蚁集团未来理财业务总量将持续保持高增长。

A、近几年低年龄、低收入群体人数占比正在提升。30 岁以下的基金投资者占比从 2014 年的 24%已提升至 2018 年末的 36.5%; 金融资产在 50 万以下的投资者占比从 2014 年的 74%已提升至 2018 年的 80%。根据基金业协会的解释，原因可能在于随着移动支付的发展，手机端成为基金公司越来越重要的获客渠道，与第三方 APP 的合作给基金公司带来了大量新的年轻客户。

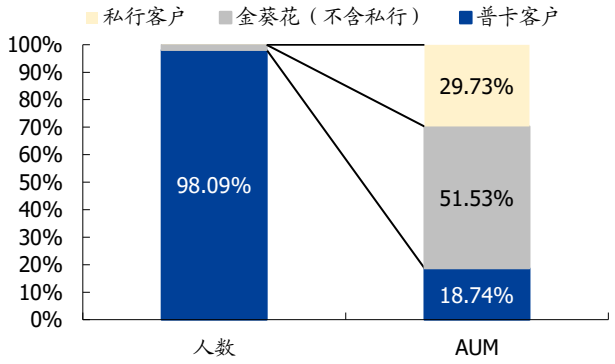
B、从投资者购买基金的平台分布来看，近几年银行占比持续下降。通过银行渠道购买基金的人数占比从 2014 年的 35%持续下降至 2017 年仅 20%，而第三方平台渠道占比从 10%左右提升至 2017 年高达 30%。

图表 39：我国居民户均金融资产情况（万元，从高到低排序）



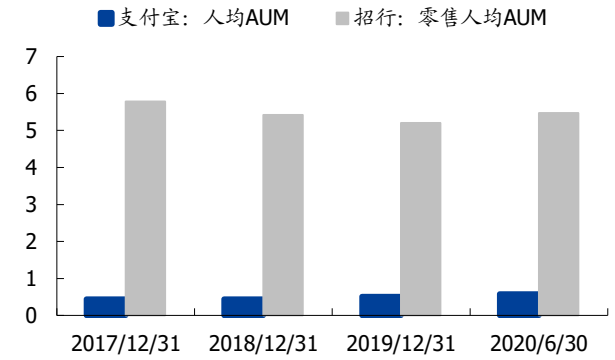
资料来源：央行，公司公告，国盛证券研究所测算

图表 40：招商银行客户、AUM 分布情况



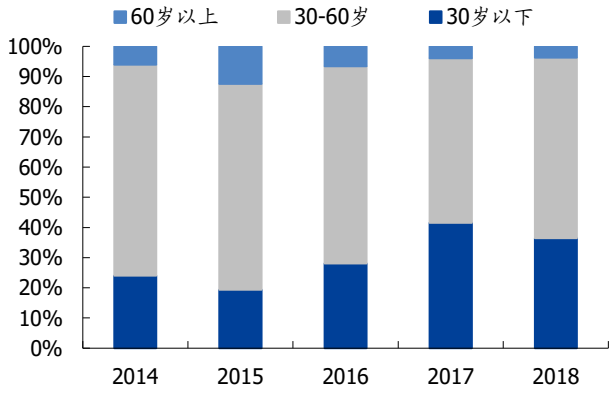
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 41：人均 AUM：支付宝 VS 招商银行（万元）



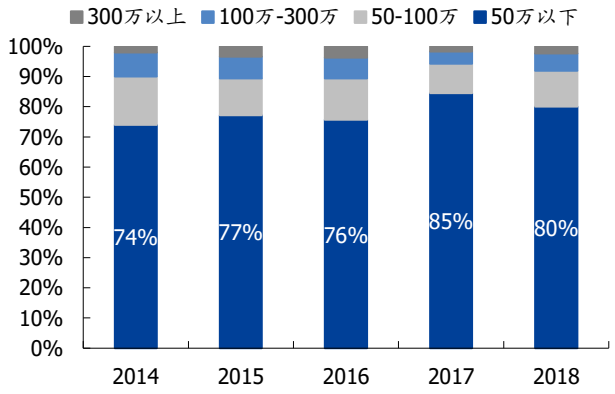
资料来源：易观千帆，国盛证券研究所

图表 42：30 岁以下基金投资者占比呈提升态势



资料来源：基金业协会，国盛证券研究所

图表 43：金融资产在 50 万以下的基金投资者占比在不断提升



资料来源：基金业协会，国盛证券研究所

互联网平台对比：蚂蚁集团 VS 理财通 VS 天天基金。

1）理财通：依托微信平台入口，主打“精品店”模式。作为腾讯旗下唯一的官方理财平台，理财通最大的优势在于微信巨大的平台入口。微信及 Wechat 合并月活用户数高达 12.06 亿，有非常大的潜在客户进行转化。根据腾讯财报数据，2018 年理财通用户数量已经突破 1.5 亿，资金保有量超过 6000 亿。腾讯由社交业务出身，在金融、交易场景方面天生的“信任度”相比支付宝存在一定劣势，因此理财通主打“精品店”模式，遵循“严选+运营”的原则，保证服务质量提升客户“信任感”。A、在产品端，理财通在接入产品时已进行严格筛选，目前理财通代销基金一共 1093 只，明显低于其他互联网平台。B、在用户端，理财通建立会员体系进行用户分层，提供不同的服务，对于逐渐成长的理财用户，理财通能够提供专业金融服务及特色增值服务，从而提升用户黏度。

2）天天基金：专注于财经领域的“财富管理生态圈。天天基金在流量上相比腾讯、蚂蚁等互联网巨头上仍有一定劣势，东方财富整体月活数为 1500 万左右，分别为微信和支付宝和 1/47 和 1/80。但在财富管理的专业性和客户粘性上仍具有一定优势：A、全牌照一站式金融服务平台：东方财富在金融牌照上最大的优势在于拥有全资券商牌照（而互联网巨头仅参股券商），可提供证券经纪、资本中介等服务，满足财富管理客户对于财经资讯、投资决策、投资交易和社交等一站式需求，在财经信息传递、资本市场投教领域更加及时和专业。B、客户具有一定交易属性，粘性更高：相比于腾讯和阿里是从互单纯的互联网平台逐步布局金融领域，东方财富是以金融服务起家，转型基金销售和证券经纪业务。虽然客群均以长尾客户为主，但互联网巨头的客群相比东财来说更加下沉，没有任何理财经验的“小白”客户占比更高，通过腾讯理财通数据来看，客均资产规模仅

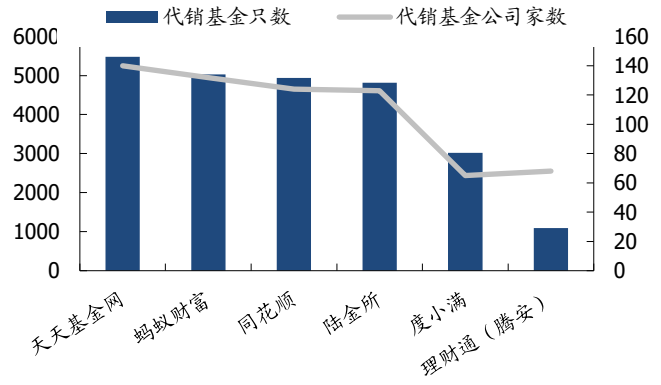
为 4500 元；而东方财富平台体系客群更加针对性地集中于对二级市场关注度较高的群体，对财经知识具有一定的认知，因此，其客群相比普通长尾客户仍具备一定自主交易需求，对应的风险偏好也更高，同时也具有更高的客户粘性。

3）蚂蚁集团：打造一站式、开放的“财富管理超市”。蚂蚁集团背靠支付宝 7.11 亿活跃用户，财富管理基础用户数量较天天基金更大，而基于支付业务+消费、金融场景引流，客户转化相比腾讯也更容易。在此基础上，蚂蚁集团基于现有流量优势，通过开放+AI 赋能的方式，连接传统金融机构，基金公司通过“财富号”可有效进行低成本营销。根据 2018 年蚂蚁财富伙伴大会，“财富号”的运营帮助基金公司平均 UV（每日独立访客量）增长 10 倍，用户复购金额增长了 3 倍，财富号用户的基金持有时长增加了 89%，定投坚持周期增加了 61%。蚂蚁集团未来将继续致力于广泛连接用户与金融机构，如同当初的淘宝网一样逐步形成“双边效应”，打造一站式、开放的“财富管理超市”。

从规模的角度看，蚂蚁财富 2018 年 AUM 即 2.7 万亿，远高于腾讯理财通的 6000 亿；从销售收入的角度看，2020H 蚂蚁基金销售的营业收入达到 21 亿，已经超过天天基金（11 亿），考虑到天天基金实际销售费率要高于蚂蚁基金，预计蚂蚁基金的基金代销规模也相比天天基金的更高。

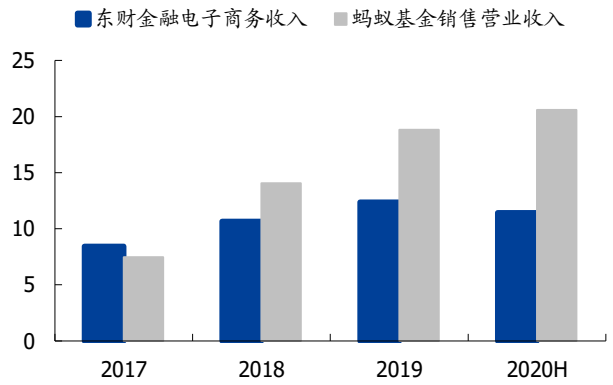
综合来看，借助现有的优势，蚂蚁集团有望继续在互联网财富管理市场上保持绝对领先的地位，且优势有望不断扩大，市占率有望持续提升。

图表 44：互联网平台的基金代销只数、合作基金公司家数（截止 2020.09）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 45：蚂蚁基金销售营业收入已超过天天基金



资料来源：基金业协会，国盛证券研究所

图表 46：蚂蚁集团理财科技平台收入情况（未特殊标注单位均为百万元）

	2017	2018	2019	2020H
理财科技平台收入	**10,490**	**13,882**	**16,952**	**11,283**
YoY		*32%*	*22%*	*56%*
总 AUM	**22,267**	**27,093**	**33,981**	**40,986**
YoY		*22%*	*25%*	
平均 AUM	**16,193**	**24,680**	**30,537**	**37,484**
综合服务费率	***0.65%***	***0.56%***	***0.56%***	***0.60%***
1）天宏基金管理收入	9,536	10,125	7,240	4,102
YoY		*6%*	*-28%*	
天弘基金 AUM	17,893	13,421	12,718	14,313
YoY		*-25%*	*-5%*	
天弘基金平均 AUM	13,171	15,657	13,069	13,515
管理费率	***0.724%***	***0.647%***	***0.554%***	***0.607%***
2）余额宝品牌基金销售费用	-	1,806	3,618	2,203
YoY			*100%*	
合作余额宝产品规模	1,404	8,389	10,782	11,634
YoY			*29%*	
合作余额宝产品平均规模	-	4,897	9,586	11,208
销售费率		***0.22%***	***0.34%***	***0.38%***
3）代销收入	746	1,404	1,881	2,059
YoY		*88%*	*34%*	
其他产品规模	4,374	8,776	11,677	15,465
YoY		*101%*	*33%*	
其他产品平均规模	2,320	4,127	7,882	12,760
销售费率	***0.32%***	***0.34%***	***0.24%***	***0.32%***
4)其他收入	208	546	4,213	2,920
YoY		*163%*	*671%*	*139%*

资料来源：Wind 资讯，艾瑞资讯，国盛证券研究所测算

注：合作余额宝销售收入根据网商银行与蚂蚁集团的关联交易推算得出。

2.3 促成保险业务：把握保险行业新风向

蚂蚁集团保险业务板块主要包括四块内容：持有国泰财险 51%股份；持有信美相互保险 34.5%的股份以及众安在线 13.5%的股份；蚂蚁保保险代销以及网络互助平台相互宝。公司累计与约 90 家保险机构合作，截至 2020H 的 12 个月期间，超过 5.7 亿支付宝用户通过公司平台投保或受保、或参与了相互宝项目。

国泰财险：国泰财险成立于 2008 年 8 月，2016 年 7 月公司获准增资，资本金由 8 亿元增至 16.33 亿元，新增资本金由蚂蚁金服全额认购，认购完成后蚂蚁成为国泰财险控股股东，持股比例达 51%。2019 年公司实现保费业务收入 48.21 亿元，净利润 0.05 万元。

信美相互保险与众安在线：2017 年 5 月由蚂蚁金服等 9 家公司共同发起的信美人寿相互保险社获批成立，蚂蚁集团、天弘基金出资分别达 34.5%、24%。2019 年信美相互保险实现保费收入 20.11 亿元，净利润目前尚未实现盈利，当年亏损 0.36 亿元。2013 年 10 月蚂蚁金服与腾讯、平安等公司发起成立众安在线，是我国第一家互联网保险公司，

2019 年公司保费收入达到 146.30 亿元，并在 2020 年上半年实现盈利。

蚂蚁保保险代销：公司通过自有平台代销包括寿险、健康险及财险等一系列保险产品。，公司一方面通过互联网渠道、流量入口以及不同的保险公司合作，为消费者提供超过 2000 款产品；另一方面为不同的用户筛选高性价比的定制化产品，直接满足消费者对保险的需求，并通过更为简洁的介绍、方便的投保流程、透明化的条款以及更低的门槛增加投保的便利性。

以典型产品来看：

- 2018 年 8 月，公司与人保寿险合作推出了投保门槛低至 1 元的养老保险产品“全民保”；
- 2020 年 5 月，公司与人保健康及中再寿合作推出了中国首款可以保证终身续保的健康险产品“好医保 终身防癌医疗”；

以上典型产品均是通过简便的设计与更低的门槛引导消费者购买保险产品，此外诸如一年期重疾险、定期寿险、百万医疗险等均是蚂蚁保险重点推进的险种。

图表 47：蚂蚁保险为客户提供多种类型产品

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 48：蚂蚁保险为客户提供定制化产品

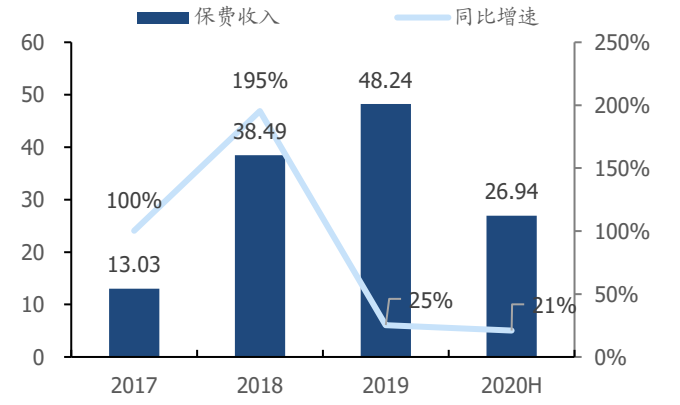
资料来源：基金业协会，国盛证券研究所

相互宝：相互宝定位为大病互助产品，2018 年 11 月从原“相互保”升级而来，互助金额度最高 30 万元（其中 40-59 周岁为 10 万元），每月 14 日、28 日为分摊日，支付宝自动进行扣款，每期分摊金额为（互助金+管理费）/分摊成员数，每位成员为单个患病成员分摊费用不超过 0.1 元。截至当前已有超过 1 亿人加入相互宝互助计划。

从收入模式的角度看，不同保险业务板块的收入模式有所差异：

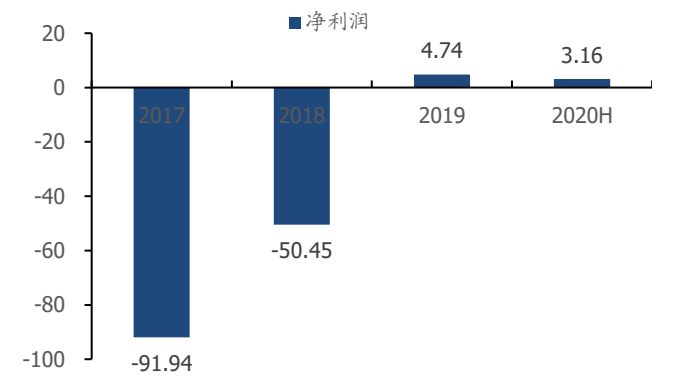
对于控股的国泰财险，蚂蚁集团营业收入可以进行并表处理：2019 年公司实现保费收入 48.24 亿元，同比增速达 25%，明显优于行业水平，同时在当前实现净利润转正，同时趋势延续至 2020 年。

图表 49：国泰财险保费收入及同比增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

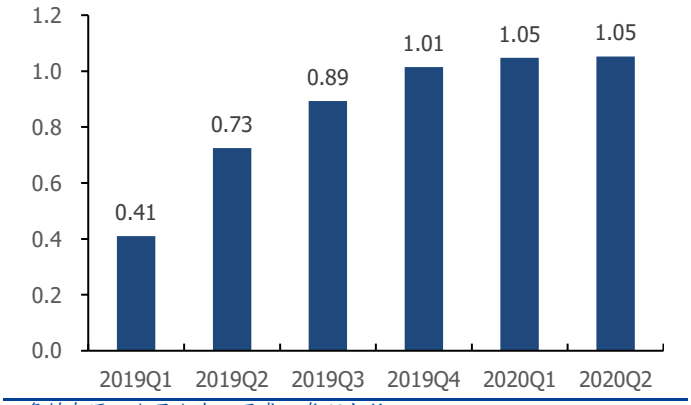
图表 50：国泰财险净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

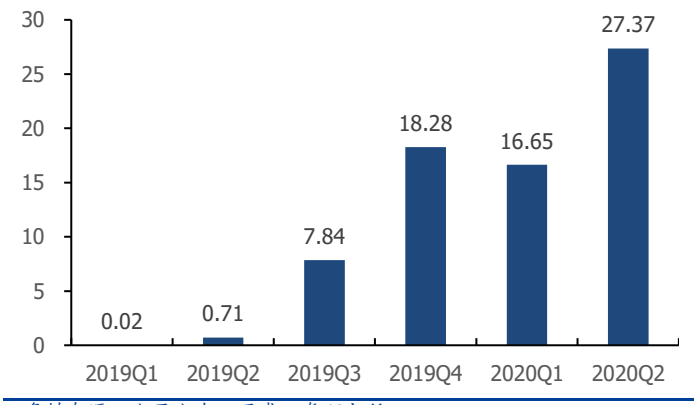
对相互宝方面，蚂蚁集团对每笔救助金收取 8%的管理费，主要用于维持产品的运营，包括产品开发、日常运营、核赔调查等，不会从中盈利，2019 年相互宝累计分摊金额为 26.84 亿元，即公司收取 2.15 亿元管理费；2020H 累计分摊金额 44.02 亿元，收取管理费 3.52 亿元。相比传统保险公司手续费和佣金收入/当期保费收入大约在 20-30%的水平，相互宝确实能够有效控制费用成本，提升保障支出的占比。

图表 51：相互宝累计参与人数情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 52：相互宝季度分摊金额情况（亿元）



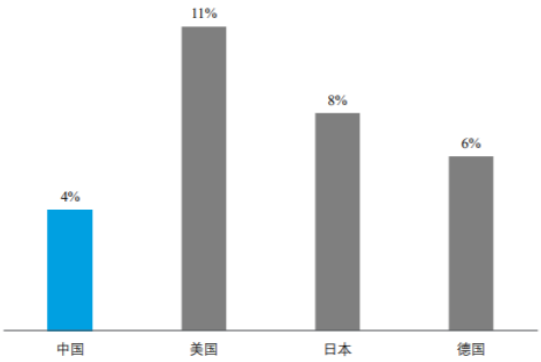
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

对于在蚂蚁平台代销的保险产品，公司主要的盈利模式来自于产品的渠道佣金收入。测算下 2019 年公司代销佣金率约为 13.1%。

行业趋势：发展空间巨大。根据奥纬咨询的数据，2019 年，中国的保险深度仅 4%，落后于当年美国的 11%，中国的保险行业发展尚不充分，为互联网机构带来了非常大的机遇。从全行业来看，蚂蚁集团引用了奥纬咨询的测算，即包括寿险、健康险和财险在内，中国保险保费规模预计将从 2019 年的 4.3 万亿元增长至 2025 年的 8.6 万亿元，期间年均复合增长率为 12.4%，其中 2019 年，中国在线保费规模达到 0.3 万亿元，在数字化技术的驱动下，预计在 2025 年可达到 1.9 万亿元的规模，2019 年至 2025 年间年均复合增长率为 38.1%。

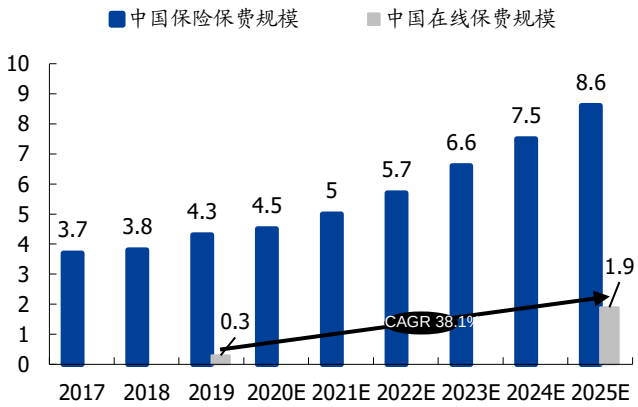
竞争格局：相比微贷、理财业务，互联网保险业务市场相对较为分散，未来集中度有望不断提升。根据银保监会数据，2020H 互联网财产保险市场中，CR4 不到 50%，前四位分别为众安在线（18.22%）、泰康在线（13.26%）、人保财险（8.51%）、大地保险（8.35%），互联网人身保险市场市场中，2019 年 CR4 为 61.5%，其中占比最高的国华人寿约 20.4%。

图表 53：2019 年保险深度（保险规模占 GDP 比重）对比



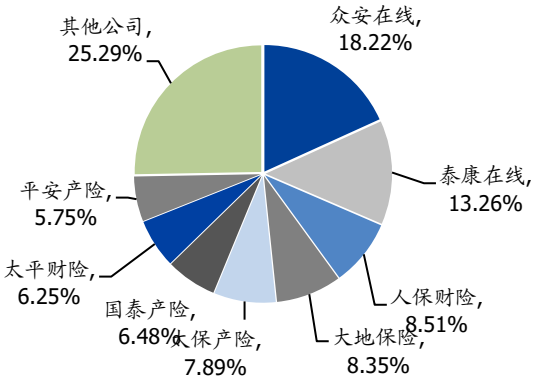
资料来源：奥纬咨询，蚂蚁集团 IPO 文件，国盛证券研究所

图表 54：中国保险保费规模及线上保费规模预测（万亿）



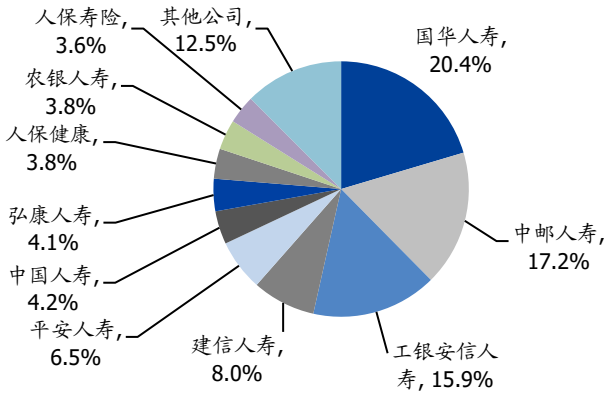
资料来源：奥纬咨询，蚂蚁集团 IPO 文件，国盛证券研究所

图表 55：2020H 互联网财产保险市场份额（按保费规模统计情况）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 56：2019 年我国互联网人身保险业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

正是由于互联网保险处于快速发展期，再加上竞争相对分散，并没有形成明显的巨头集中效应，这使得蚂蚁集团保险科技平台的作用得以最大限度的发挥，更容易获得大量的合作伙伴。我们预计蚂蚁集团保险科技平台所促成的保费及分摊规模在全市场的比重将不断提升，将继续保持快速增长的态势。

图表 57：蚂蚁集团保险科技平台收入情况（未特殊标注均为百万元）

	2017	2018	2019	2020H
保险科技平台收入	**2,315**	**4,313**	**8,947**	**6,104**
YoY		*86%*	*107%*	*47%*
保费及分摊金额（亿元）	92	145	375	286
综合服务费率	***25.2%***	***29.7%***	***23.9%***	***21.3%***
YoY		*58%*	*159%*	*99%*
国泰财险保费收入（亿元）	13	38	48	26
并表收入（百万）	1,303	3,849	4,824	2,574
相互宝分摊金额（亿元）	-	-	27	44
相互宝管理费（百万元）	-	-	215	352
反推：渠道佣金收入	1,012	464	3,908	3,178
反推：代销保费规模	78.97	106.51	299.92	216.24
代销佣金率	*12.8%*	*4.4%*	*13.0%*	*14.7%*

资料来源：Wind 资讯，艾瑞资讯，国盛证券研究所

3、创新业务：BASIC 战略打开未来技术输出的空间

蚂蚁集团为各类企业和合作伙伴提供创新技术服务，包括区块链和数据库服务等多种服务。其技术基石被形象地总结为“BASIC”，五个字母分别代表了区块链（Blockchain）、人工智能（AI）、安全（Security）、物联网（IoT）和云计算（Computing）五大核心技术，围绕这五大领域进行底层技术的开发，以及场景的应用，目前在各项技术上均保持领先。

其中，蚂蚁链已成为全球区块链技术引领者。2017 年到 2019 年间的各年公司与区块链相关的专利申请数均排名全球第一。公司也是区块链技术商业化应用的全球引领者。自 2016 年启动蚂蚁链平台以来，公司已经在超过 50 个区块链商业化应用和用户场景开创了先河，包括供应链金融、跨境汇款、慈善捐赠和商品溯源等。

蚂蚁链 BaaS（Block chain as a Service）开放平台支持区块链上的各类应用以及增值服务。该服务可以低成本快速部署，并可根据客户需求进行定制。公司的区块链服务具有高性能、高可靠性和高容错性等特点。通过动态加密/解密授权和零知识证明，公司的 BaaS 平台在区块链层提供了高度的隐私保护，并在 BaaS 增值服务层实现了企业身份、实名认证和智能风控等服务。公司的蚂蚁链平台有三层架构，包括 1）底层区块链即服务开放平台，2）资产数字化应用以及 3）数字化资产流转网络。通过帮助企业实现资产和交易数字化，公司在多方合作中建立起信任机制。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，蚂蚁链平台产生了超过 1 亿个日度活跃上链数据，包括专利、凭证和仓单等。

图表 58：蚂蚁财富基于 BASIC 的开放战略

资料来源：蚂蚁集团官网，艾瑞咨询，国盛证券研究所

基于不同金融机构多元化的需求，蚂蚁集团在数字金融领域分别提供了针对银行、保险、证券等多个金融机构提供定制化解决方案。如：

案例一：蚂蚁集团与某商业银行合作，为小微供应商提供由区块链驱动的供应链金融解决方案。而通过区块链平台创建应收账款的数字化记录后，银行可以便利地跟踪小微供应商的应收账款并验证其真实性。小微供应商、尤其是那些信誉良好的大型企业的供应商，更加容易地从银行获得了贷款。银行也可以减少不必要的管理成本，并有效降低信用风险。

案例二：对于 IT 设备租赁公司，通过区块链技术，通过 IT 设备的定位及远程管理，同时基于蚂蚁链平台实现租赁全链路的数字化，可以提升租赁设备流转的透明度和可追溯性。 这显著提高了租赁业务过程中各参与方之间的信任度，从而提升了租赁量并改善了归还状况。

案例三：蚂蚁财富基于蚂蚁金服的 BASIC 战略为合作金融机构提供一整套技术服务方案，并将技术平台开放在蚂蚁“财富号”中，AI 的深度应用能够从“理解用户”、“优化投资策略”和“用户与金融产品匹配”三个层面助力金融机构，目前智能技术已从 1.0 升级到 2.0，利用 AI 和大数据在 1 秒钟给 机构提供运营反馈，未来蚂蚁财富将在基金领域展开区块链探索、开放智能安全风控能力。根据 2018 蚂蚁财富伙伴大会，AI 技术对财富号的效率提升达到 70%。

风险提示

1、平台上用户和商家参与度超预期降低;
如果竞争对手拓展更多的服务 场景并增强对公司用户的吸引力，公司的平台与业务发展可能会受到不利影响。如果无 法维持或持续提升用户和商家的参与度与活跃度、增加服务场景，公司的业务发展和经 营成果均可能受到不利影响。

2、无法与金融机构保持互惠合作关系;
合作金融机构可能直接向客户提供服务、可能就收费商业条款重新谈判、可能减少在公司平台上提供产品或服务的数量，甚至停止合作。或者合作金融机构数量减少，从而使公司的合作伙伴集中度上升，或满足用户需求的能力下降。

3、无法保持及增强公司平台的网络效应;
平台可产生强大的网络效应，从而为消费者、商家和合作伙伴创造价值。但如果不能满足某些参与方的诉求和需要，他们可能缩短在平台上使用的时长和减少在平台上的交易，或者直接使用其他平台，从而导致公司平台的网络效应下降。

4、新冠疫情及其他突发事件导致的风险;
全球新型冠状病毒疫情的爆发对全球经济产生了重大的不利影响，特别是对于零售业和服务业。这次疫情爆发对公司的业务运营以及平台上的消费者、商家、合作伙伴和其他参与者产生了不利影响，限制了公司为客户提供服务的能力。

5、金融监管趋严超预期。
平台运营主要扎根于金融场景，若金融监管机构出台对行业不利的政策，或对业务开展造成负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。